

Knowledge

财经新闻
知与行

理论与实践

龚彦方 著

電子工業出版社
Publishing House of Electronics Industry
北京 • BEIJING

Experience

内 容 简 介

本书的目标是以多角度阐释中国当代财经新闻报道的本质规律。并将此目标建构在涵盖微观经济学、新制度经济学、产业经济学以及新闻传播学的跨学科理论框架之上,对中国互联网时代的财经新闻报道提供了创新性的发现,特别是引入社会科学的方法论研究,使得当代财经新闻的理论和实践更加符合时代的特点和中国社会主义发展的需求。

本书的核心内容因循中国财经新闻报道的生产机理,清晰而有条理地呈现了财经新闻的“价值判断”、“方法论”、“采访与突破”、“新闻写作”四个核心的递进式过程,并辅以30多个经典案例进行解构与分析。同时对“金融经济新闻”、“宏观经济新闻”及“产业与公司新闻”等财经新闻报道的分支领域的特点分别进行了更深入的解析。

全书内容翔实,案例丰富,理论与实践并重,较好地阐释了当代财经新闻的规律与特点,将传统新闻报道的视阈从原来狭窄的新闻学领域,扩展到信息时代的跨学科的多元实践领域;同时,还将新闻报道的案例置于国家意识形态建构和社会变迁的宏观背景中进行解构,体现了马克思主义新闻观的“求真务实”精神。本书对目前尚在各种新闻生产媒体平台上工作的专业财经新闻专业人员以及热爱财经新闻报道的学生们来讲,具有较强的理论和实践指导价值。本书适用于在职财经新闻从业者、研究生以及高年级本科生。

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究。

图书在版编目(CIP)数据

财经新闻知与行:理论与实践/龚彦方著. —北京:电子工业出版社, 2017.9

ISBN 978-7-121-31317-2

I. ①财… II. ①龚… III. ①经济—新闻工作—研究 IV. ①G212

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第072750号

策划编辑:董亚峰

责任编辑:董亚峰

特约编辑:罗树利 彭瑛等

印刷:三河市鑫金马印装有限公司

装订:三河市鑫金马印装有限公司

出版发行:电子工业出版社

北京市海淀区万寿路173信箱

邮编:100036

开本:720×1000 1/16 印张:17.5 字数:392千字

版次:2017年9月第1版

印次:2017年9月第1次印刷

定价:68.00元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题,请向购买书店调换。若书店售缺,请与本社发行部联系,联系及邮购电话:(010) 88254888, 88258888。

质量投诉请发邮件至 zltz@phei.com.cn, 盗版侵权举报请发邮件到 dbqq@phei.com.cn。

本书咨询联系方式:QQ3502629。

代序

坚守新闻专业主义

文 / 胡舒立

伴随着改革开放的脚步，中国的财经新闻在过去 20 年中取得了长足的发展。中国市场化改革的深化与证券市场的成长，为财经新闻的发展提供了充足的信息来源，也创造了需求；而大规模的金融改革，使得过去局限于狭窄专业范围内的金融报道，引起大众传媒的较大关注；中国在世纪之交加速融入全球化进程，也成为财经新闻发展的重要推动力。

今天，财经新闻如同整个中国新闻业一样，也面临着严峻的挑战，尤为突出的便是“有偿新闻”等职业伦理问题，以及互联网带来的报道模式的转变。我认为，应对这些挑战，不仅不能削弱新闻专业主义，反而应当大力加强。

本文力图围绕这一主题，就财经新闻的基本要求谈一些看法。

一、当代中国财经新闻的品质要求

财经媒体的发展仍需要“内部修炼”和价值认同。高质量的财经新闻，应坚守五个原则：“新闻专业主义原则”、“客观公正的原则”、“避免利益冲突的原则”、“防操控原则”和“一致性原则”。

坚守“新闻专业主义原则”，即强调两个专业精神：一是新闻的“专业主义精神”，二是财经的“专业主义态度”。这体现在，第一，专业性和准确性首先

就是数字的概念——财经新闻报道首先是和数字打交道，因而对数字必须有非常精准的追求，不能出差错，这是一个底线。第二，对专业概念有正确和清晰的理解，在财经新闻领域，对所有的专业概念决不能用错；错一次，读者就不再相信你。使用概念要小心，解释概念要精准。第三，双重甚至多重消息来源准确性的原则。任何消息来源不能满足于口头核实，还要尽量有书面凭证；如果只有口述，则一定要有确切和权威的消息来源，不能捕风捉影，偏听偏信。

坚守“客观公正的原则”是由于经济类报道中，各方利益牵扯比较复杂，作为财经新闻报道者，其最重要的任务是将事实公布给投资者；同时不被采访对象所影响，要冷静平衡地报道。

坚守“避免利益冲突的原则”，即避免在采访者和被采访对象之间利益的冲突。要能够鉴别哪些是客观的，哪些消息源是有明显利益冲突的，同行之间也要注意避免道德和利益冲突，这是职业操守的培养。

坚守“防操控原则”，指在面临企业对媒体实施操控或有操控意向时，记者应该意识到如何抉择，应该对被采访者——特别是强势企业——的操纵意识有敏锐的判断，要坚守新闻报道客观、公正和中立的立场原则。

坚守“一致性原则”则包含三层含义：首先，当财经记者意识到中国问题的复杂性时，能不懈寻求对这种复杂性的解读分析；其次，记者对新闻的分析，逻辑和判断前后是一致的，这种一致性是依靠一名记者对新闻价值的感知和对财经问题的深刻认知，并说出真相——说出真相并不难，难的是说出全部真相，更难的是想出一种好方法，持续地表达出全部的真相；最后，对真相的表达也应该是一致的，而不是互相矛盾的。新闻本身是一种易碎品。而我们追求的是“新闻不碎”，这种“不碎”是通过“一以贯之”来完成的。

二、新闻报道者的品质素养

财经新闻记者和编辑的品质素养有四个基本要求：“采访要有突破性”、“判断要正确”、“研究要有纵深的研究能力”，以及“写作流畅”。四者皆佳称为上乘，但想成为一名合格的报道者，四取其二即可。

“采访要有突破性”，即意味着比普通记者拿到更多的东西，要高于平均水平。这一点对于财经报道非常重要，财经报道不像其他新闻报道，后者动态性和事

件性强，而财经新闻基本是在静态下完成的。有没有采访突破能力，常常影响新闻报道的成败。突破首先体现在对待采访对象的方式上：被采访对象通常有两种，一种是愿意接受采访的，另一种是不愿意接受采访的，后者往往比前者重要，但需要突破。突破还体现在素材收集上：愿意接受采访的对象可能掌握两种消息来源，一种是所有的人都从他手上拿到同样的消息，还有一种是记者通过突破才能从他手上拿到不同的消息。

“判断要正确”，对财经新闻而言，报道者要懂得市场经济的基本理念，内心要具备推动中国经济改革的责任与使命感，这样才能对新闻事件有合理正确的认知框架。证券市场的报道很容易受情绪的影响，很容易被操纵。做到“判断正确”，首先是不被采访对象所影响和感染，因为被采访对象总是试图去感染报道记者，甚至试图操纵报道记者；另一方面，在保持一颗记者的平常心时，报道者要善于与被采访对象打交道，不要怀有敌意。

“研究要有纵深的研究能力”，是指财经记者的逻辑思维能力要求比较强，要有思想，对新闻事件以及相关领域要做“研究性”工作，这是记者写深度报道必不可少的能力，专题性重大的报道对研究能力要求更高，一般在采访之前都要看 10 万～20 多万字的中文和英文素材。就具体操作而言，记者在采访前必须对相关领域做足功课，采访时需要详细记录，采访后需要认真整理，同时对材料的检索加以搜索归纳，从数据库查找相关资料佐证配合。“独家新闻”意味着报道伊始即具备深度，而这是与记者的研究能力密不可分的。

“写作流畅”则针对财经新闻写作特点而言，财经新闻与一般新闻不同，财经类新闻比较枯燥，动态描写少，静态分析多，要把复杂的问题写清楚，因而对写作有更高要求，既要写得好看，又能让读者看得懂。我在《财经》工作时，一篇重大的封面文章经常要改七八遍，至少也要改四五遍。现在在财新《新世纪》周刊也是如此。写作的流畅实际上是对写作者思维逻辑的检验，所以，写作者必须自己弄懂财经问题，分析有条理，写起来才会流畅。

三、财经记者的专业知识与能力要求

财经记者不同于一般新闻记者，因为它必须具备两种专业知识和能力，即财经记者的“新闻能力”和“财经专业能力”。目前，由于财经新闻还是一个新

生事物，对于财经记者所必备的这两种专业知识和能力孰轻孰重还存在争议，不过，“法乎其上，仅得其中”，这是肯定的。

以我的实践经验而言，对财经新闻人的素质要求体现在三个方面：第一，要有比较强的新闻能力，这表现在新闻敏感、采访能力及写作能力；第二，要深刻理解中国经济转型过程中发生的各种复杂现象与问题，强调报道的事物并不是“非黑即白”，它是多面的、复杂的、相互关联的；第三，财经新闻专业呈现出非常强的专业化趋势，在财经新闻越来越趋向精细划分的前提下，例如，金融经济、宏观经济、公司新闻、政经新闻、环境与科技新闻，报道这些领域都必须具备相关的基础专业知识。目前，中国的财经记者有两种来源，一种是从新闻专业出身做财经新闻记者，另一种是从财经专业毕业去做财经新闻记者。以个人经验而言，我认为“新闻素质”比“财经专业知识素质”更重要。财经新闻记者首先必须具备新闻素质，要有强烈的从事新闻事业的意愿以及较完整的新闻逻辑。这是做新闻的基础能力，保留一颗新闻心可以保证你和大众之间的沟通，时刻不忘记你的读者的存在。

做新闻要靠热情、追求、理解和悟性，要靠对写作的爱好，还要靠胜不骄败不馁、锲而不舍的精神。从新闻到财经，从财经到新闻，这两条路都是通的；至于是哪条路更顺畅，可能因人而异。

四、中国财经新闻面临的挑战

中国财经新闻报道仍然面临很多的挑战。

第一个挑战是全媒体时代的挑战。全媒体时代最明显的特征之一是“信息碎片化”，在这样的环境下如何坚守新闻专业主义。互联网和移动通信技术对世界的改变相当大，技术的超速发展使人类无法预知哪怕三年或五年之后的事态发展。传统新闻人应该拥抱而不是排斥这个时代，并且在这个时代找到自己的新位置。

第二个挑战来自财经媒体自身——财经媒体的“扭曲商业化”。中国新闻业的发展始终在两个极端徘徊：一个极端是过于官僚化、过于宣传性；另一个极端是扭曲商业化。以现代产业发展眼光来看，财经媒体机构必须找到适合自身的盈利模式，用各种直接或间接的方法去获得商业利益。但是，在这种逐利的“经

济人”本能中，作为肩负起维护市场经济过程中的“公开、公正、公平”发展使命的特殊行业，如何平衡经济利益与社会责任，是每一个财经媒体面临的挑战。

第三个挑战关乎职业道德操守。我们不得不承认，当下中国媒体行业腐败相当严重。有的地方甚至出现了敲诈勒索现象，众所周知的“封口费”，是对新闻行业性的最明显腐蚀方式之一。从腐蚀记者本人到腐蚀记者所服务的媒体机构，手段五花八门。由于这种腐败现象，记者不再具有尊严，新闻不再具有尊严。新闻媒体行业的腐败和官场腐败具备同样的破坏力。所以，当我们进入这个行业以后，我们必须能够抵制和避免行业的这种腐败诱惑，努力抵制这个行业或媒体机构的扭曲商业化，才可能成功应对全媒体时代信息碎片造成的冲击。

简而言之，我们必须有一份新闻坚守，有理念、有信念、有使命感，才能做一个好的财经记者。

（本文根据胡舒立教授的授课《财经新闻概论》整理和编辑，有删减。）

前言

何为“好的”财经新闻

理解财经新闻诠释性的实证意义

一般来讲，新闻是对事实客观且真实的陈述。但似乎并非如此简单。一方面，新闻的读者乐衷在新闻事件中发现不同寻常的意义，通过感知报道中的文字、声音或者影像形成对事实的认知以及对事实的解释；另一方面，一事件的发生，能进入新闻专业工作者视野的，也绝不仅仅是因为新闻事件本身，还有隐藏在这个新闻事件中的世俗价值。

财经新闻尤其如此。财经事件往往涉及众多新闻主体和读者群，这些人有可能因立场不同、价值观不同而处于对立或冲突的场域。经济活动的本质就是利益的分配，生产者、消费者和各类利益相关方均纠葛其中。财经新闻事件的发生与发展还与中国现实的社会环境、政治因素和历史背景唇齿交错，大多数事件并不是孤立偶然发生的，往往就是中国社会变迁的缩影、结果或缘起。盘根错节的世俗，当下为财经新闻报道的价值判断提供了多种可能性。那么，现实利益的复杂性是否会影响财经新闻报道的客观性与中立性？是否会影响新闻从业者视自身为社会“看门狗”的“公共性”？是否会丧失对社会失序和道德失序的敏感和预警？简而言之，是否能成为公众所期待的“好的”的财经新闻？

美国社会学家赫伯特·甘斯在 20 世纪 70 年代论述新闻的“恒久的价值”时，认为新闻所捍卫的是民主的理论，而与之相对的则是一种几乎必然处于等而下

之位置的民主实践，例如“政治与道德的失序”和“负责任的资本主义”就居于新闻从业者价值偏好的主要地位，因为他们认为公众的利益需求应置于高位，政府官员、公共机构与商业机构，都应该遵循这些同样适用于个人、家庭以及社会关系中的道德与伦理价值；与之对应的，新闻热点是有关社会失序和道德失序的故事类型，前者负责监测公民对于权威的尊重程度，后者衡量权威人物是否遵从平民大众的规则。同时，作为一种非企及的社会后果，新闻记者因此将自身看成一种“温和的社会改革力量”。

那么，何为“好的”财经新闻？

好的财经新闻必须准确真实，财经新闻报道很有可能在读者们进行财经决策时起到不可替代的作用。因此，事实的陈述，细节的再现，数据的呈现与推理，必须严格遵守真实与准确的准则，不能依靠作者的主观判断，即使有严密的推理过程，也必须请专业人士进行再演算，尽最大努力确保新闻报道的准确真实；反之，若事实与数据经不起编辑和专业人士的推敲与演算，即使具备独家的突破性采访，新闻报道也有可能出现严重失误。李普曼认为，如果语言不能精确地表达思想，思想很快就会成为无法辨别的东西。

好的财经新闻必须具备专业的知识性。塔夫曼认为新闻是知识，因为新闻利用了预先设定的理论框架来处理信息源，新闻本身就可以被描述成一种生产知识的经验活动。财经新闻记者需要运用经济学、金融学、管理学等相关知识对财经现象进行分析与判断。没有专业知识的辅助，财经新闻的报道极有可能忽略事件所包含的复杂性和多元性，仅以道德或伦理的标准进行简单粗糙的二元判断——这一个特质，在环境新闻、科技新闻、医疗新闻等专业新闻报道中有着异曲同工的呼应。

好的财经新闻必须具备严谨、理性的态度。对于现象与问题的揭露性报道，不只停留在问题的本身，而是去理性分析问题产生的机制，包括新闻当事者的主观因素、事件发生的客观环境以及相应的社会制度，为问题的解决提供多种可能性，或者提供有价值的预测分析。但是这样的分析，既不能成为包含个人情感的“私人新闻”（personal journalism），更不能成为传播某种个体价值或具体商业目标的“倡议新闻”（advocacy journalism）。

好的财经新闻还必须具备公共性，这是一切新闻存在的价值基石，对于财

经新闻尤为重要。经济学家认为“信息不对称”是人类社会的重要本质特征，造成这一特征的原因有知识和技术鸿沟等诸多原因，但主要是因为“人”的霸权干扰并由此引发的“道德风险”。新闻记者有责任保护那些无法亲自观察和监督公司管理者以及资本持有者之行为的普通公众，并通过自己的新闻报道尽可能地使他们免受那些有意隐瞒与公众价值冲突之信息的误导和伤害，这也是为什么在财经新闻报道中，记者会更强烈地理解公众的利益应该高于政府官员和商业机构，以及其他公共机构。

没有足够的专业性，即使有公共性，仍不具备一剑封喉的专业威力；没有清晰的公共性，专业性有可能沦为别有用心之人的工具载体。当专业性与公共性合二为一时，新闻报道的威力足以成为社会改革的力量——若非新闻媒体持续的中立而客观的报道，仅凭做空基金公司的报告，2003年美国安然公司的财务造假是不会在短短数月内即被社会各界所辨查的，美国证券交易监督委员会（SEC）也不会要求1000多家上市公司重新审查盈利报告，美国金融市场也不会发起一场有关金融监管制度的改革。

新闻报道其实不应该隐含世俗价值的预设，只有事实预设；新闻报道也只有一个终极目标，那就是寻找真相！而只有独立、客观和中立的新闻才有可能更接近真相。但是，正如前文所述，新闻报道不可能完全独立于世俗价值，财经新闻报道更是触及利来利往熙熙攘攘的最深处。也正因为如此，财经新闻报道既要独立于政治权威，更要独立于商业力量，这样才能最大限度地获得世俗价值的认可，获得公信力。

萨义德说过，当取悦阅听大众或雇主取代依赖其他知识分子的辩论和判断时，知识分子这一行不是被废掉就是必然受到约束。从这个意义上讲，作为当代新闻报道领域的重要分支，财经新闻有着既鲜明又复杂的实证价值。

目 录

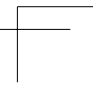
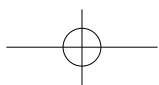
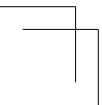
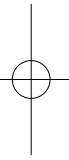
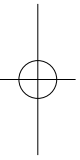
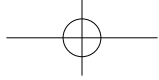
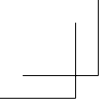
第一章 财经新闻报道的兴起与发展	1
第一节 国外财经新闻报道的兴起、发展与演变	2
第二节 当代中国财经新闻报道	9
第一小节 中国财经新闻的兴起与发展	9
第二小节 财经新闻报道的专业领域	11
本章小结	13
第二章 新闻事件的财经视角判断	14
第一节 新闻事实的“真实性”	14
第二节 新闻事实的财经新闻价值判断	19
第三节 财经新闻报道的目标受众	22
第四节 社会新闻事件的“财经新闻报道视角”	26
第五节 法制新闻中的“财经新闻视角”	28
第六节 劳工纠纷事件中的“财经新闻视角”	36
本章小结	39
第三章 财经新闻报道的研究型方法	41
第一节 财经新闻报道面临的挑战	42

第二节 “数据库”研究与新闻问题的发现.....	45
第一小节 重要领域信息的“积累式收集”.....	47
第二小节 联想式信息收集.....	54
第三节 逻辑分析方法.....	60
第一小节 财经新闻中的“二难冲突”.....	62
第二小节 财经新闻中的“充足理由定律”.....	64
第三小节 常见的逻辑思维谬误.....	67
第四节 数据分析方法.....	71
第一小节 重要且常用的统计方法.....	72
第二小节 宏观经济数据的使用与新闻分析.....	76
第三小节 微观经济数据的使用与新闻分析.....	91
本章小结.....	97

第四章 财经新闻报道的采访与采访突破..... 100

第一节 建立新闻采访的框架策略.....	101
第一小节 新闻采访的框架策略.....	101
第二小节 金融新闻采访的框架策略.....	103
第三小节 宏观经济新闻采访的框架策略.....	105
第四小节 产业与公司新闻采访的框架策略.....	107
第五小节 法制财经新闻采访的框架策略.....	109
第二节 建立采访方案.....	110
第一小节 建构采访大纲.....	110
第二小节 建立采访提纲.....	112
第三节 采访突破.....	115
第一小节 观察式的新闻采访.....	115
第二小节 多点突破式采访.....	117
第三小节 渐进突破式采访.....	119
本章小结.....	123

第五章 财经新闻写作.....	125
第一节 财经新闻写作的目的与原则.....	126
第二节 财经新闻写作特点.....	128
第一小节 财经新闻“消息报道”写作.....	129
第二小节 财经新闻“分析型报道”写作.....	136
第三小节 财经新闻“调查报道”写作.....	139
第四小节 财经新闻评论	145
本章小结.....	148
第六章 专业财经新闻报道	150
第一节 宏观经济新闻报道.....	151
第一小节 宏观经济政策调控的特点分析.....	151
第二小节 宏观经济调控的报道重点.....	153
第三小节 指向性的宏观经济市场现象.....	162
第二节 金融市场财经新闻报道.....	172
第一小节 金融市场新闻的重点报道领域.....	172
第二小节 地方债务货币化与中国“影子银行”.....	173
第三小节 中国式“刚性兑付”.....	186
第三节 产业经济与公司新闻报道.....	192
第一小节 新闻的报道对象.....	192
第二小节 企业产权交易的新闻报道.....	193
第三小节 现代公司内部治理的新闻报道.....	214
第四小节 行业竞争的新闻报道.....	233
第五小节 企业规模经济的新闻报道.....	234
第六小节 企业国外投资行为的新闻报道.....	243
本章小结.....	261
参考文献	263
后记	264



第一章



财经新闻报道的兴起与发展

关键词：财经新闻的兴起 发展 分类

本章核心问题：国外财经新闻的发展是如何进行的？它的目标受众和报道理念是如何演变的？中国财经新闻的发展与之有何不同？形成了何种自身的特点？从市场经济发展的特点来看，中国财经新闻报道自发形成了哪些专业领域分类？目前财经新闻报道还存在哪些局限？

随着信息技术的发展，社会需求日益变得多元化，信息传播的广度和深度不断延展，信息传播对象的分众化程度越来越精细，信息内容的专业化分工也就越来越明显。承接于这种社会分工的专业化趋势，财经新闻报道在新闻实践领域中异军突起，不仅从传统新闻领域中分剥出来形成相对独立的采写领域，还由数个

分支区间组成了系统性的专业新闻报道领域。

相应地，财经新闻教育在高校新闻学科的教育体系中，亦成为一个相对独立的本科和硕士的专业选修方向；同时，有关经济学原理的课程进入了一些学院的必修通识教育课程体系。财经新闻和财经新闻教育，正如它的报道对象和研究对象一样，成为一个当今新闻实践和新闻学科中不可或缺的“热门话题”。

第一节 国外财经新闻报道的兴起、发展与演变

笔者通过研究发现，西方财经新闻报道的“专业性”在其诞生的半个多世纪中，财经知识的“专业性”与新闻报道天生的“公共性”，就像博弈的双方不断地进行互动与较量。这从美国财经新闻报道的“目标受众”和“报道理念”多年来的演变以及二者的互动过程中可窥一斑。

美国财经新闻报道的目标受众的演变过程与美国金融市场的变化紧密关联。

1933年，美国商业银行与投资银行分拆，传统的储蓄贷款业务划归商业银行，与投资理财产品相关的资本市场业务则划归投资银行经营——后者无论是从经营规模还是市场影响来说，均逊于商业银行。

20世纪60年代前，资本市场投资主体主要是少数富有的个体投资者。顺应这种投资趋势，美国财经传媒的第一目标受众是指“社会精英”，即拥有显著财富的或大型投资机构的商业领袖。例如，早期的《华尔街日报》和《哈佛商业评论》。创办于1902年的《华尔街日报》的传统目标受众是平均年龄50岁左右、年收入20万美元、个人净资产200多万美元的富有者。新闻故事的报道对象是在商业财经新闻领域内领先的，或拥有特殊经营权的大企业和商业领袖。创办于1922年的《哈佛商业评论》的目标受众则是大公司的董事会成员、学术领域的商学院教授/MBA学生、各大咨询公司的高级管理人员，其新闻主体是管理实践经验和重要管理思想。

进入20世纪80年代以后，个人投资随着IT行业的发展与繁荣变得十分火热，一些新兴的财经媒体将目标受众转移到投资机构和投资商等“商业精英”，这些群体随即演化为财经新闻报道的第二目标受众。财经新闻报道关注投资银

行业务、共同基金、对冲基金、私募股权基金、退休基金、商业银行和保险公司，代表媒体是《机构投资者》、《彭博新闻社》以及《彭博·商业周刊》。例如，1982 年创办的《彭博新闻社》是美国发展最为迅速的财经媒体，2006 年收入 47 亿美元，位列世界 500 强企业第 475 位，是一家全球性新闻社，提供各种即时数据和市场信息以及统计分析，还有读者易于领会的经济与政治类的新闻故事。彭博资讯公司 2009 年以 900 多万美元收购已有 80 年历史的负债累累的《商业周刊》，将其更名为《彭博·商业周刊》，其目标受众与《彭博新闻社》一样，趋向于财经专业人士。

随着互联网的兴起，财经媒体开始关注新兴投资者、富有希望的商业创新者以及更年轻的对理财感兴趣的初级个人投资者等，这些新生群体成为财经新闻报道的第三类目标受众。代表传媒机构有《财富》杂志、“华尔街日报网（www.wsj.com）”和某些财经信息商业网站。这些杂志或网站富有活力，专注于更新最新信息和更专业的分析报道，并试图挑战一些传统的大企业。创办于 1997 年的财经网站 MarketWatch.com，保持着平均 1400 条新闻 / 天的发布频率，以分析数据为主要内容，2005 年被道琼斯集团收购。创办于 1996 年的财经网站 TheStreet.com，以提供免费信息服务和付费服务著称，目标受众包括初级投资者、长线 and 短线活跃的投资者。

1996 年，《华尔街日报》推出其新闻网站（www.wsj.com）。这是传统媒体新闻网站中首家以付费方式阅读的网站，也是目前全球最大的收费新闻网站。收费内容包括：①实时动态新闻和独家新闻，以及道琼斯通讯社的内容；②当天亚洲、欧洲、美国版的全部内容；③约 5 万家公司的分析报告、华尔街日报和道琼斯新闻档案、个性化的投资新闻、基金和证券投资组合等在日报上无法阅读的信息。

随着这些目标受众的变化，新闻报道关注领域亦与时俱进。以《华尔街日报》为例，每隔数年均推出符合市场和目标受众需求的新版面。例如，1980 年推出“市场版”，报道科技、媒体、医疗健康、工业，关注产业市场重大行为和趋势；1988 年推出“金融和投资”，主要报道与分析国际和美国国内金融市场，关注资本流动，并出版诸如股票、基金、债券、期货、汇率等数据；2002 年和 2005 年推出有关“个人理财”的“周二”、“周四”和“周末”版，报道个人理财、

投资、职场等，关注房地产、旅游、运动休闲等；2006年，与75家当地报社合作——在当地媒体的商业板块刊登《华尔街日报》的星期日版，这些报纸的总发行量为800万份，《华尔街日报》的广播制作和突发的新闻报道内容则提供给其他260家电视台，因此通过与其他媒体共享内容的融合方式让《华尔街日报》的受众范围扩大至全美93%以上的人口规模。

当然，上述三类目标受众并非是一种固化模式，随着新媒体介质的强势竞争以及媒介内部对信息技术的接纳，财经新闻报道的目标受众也开始边界模糊化。这些目标受众的发展与演变趋势或可显示美国财经媒体的“温和的多视角主义”倾向，因为在为这些目标受众提供报道的同时，编辑们的新闻判断赋予“平衡”以更高的考虑了；即是说，这种平衡要求媒体从传统的或固有的报道思维方式中跳脱出来，确保更多的曾被忽略的因素和视角能够呈现在目标受众的定位策略之中。

与之相适应的第一个明显演变来自于盈利模式。尽管通过出售版面或时间刊登广告仍是主要的盈利模式，但《彭博新闻社》的数据库和统计分析系统显示，“华尔街日报网”的“5万家公司”数据及分析已经开始向机构投资者卖出了大价钱……可以看出，财经媒体的目标是：通过相对中立和客观的专业新闻报道和专业分析，不仅抓住目标受众的“眼球”，还要将他们培养成具有长期“忠诚度”的“目标客户群”，而这可能成为新媒体时代下的新型盈利模式。例如《华尔街日报》，2006年网站拥有付费用户81.1万户，报纸则拥有173.3万份（2009年拥有202万份），当年网站收费占网站收入的50%，占日报集团总体收入的25%^①。

伴随其目标受众的改变，美国财经新闻的报道理念也发生了演变。这种演变分为三个阶段。

第一阶段：20世纪70、80年代投资银行的兴起至2000年“安然事件”发生之前，“新闻的自由主义”与“市场的自由主义”不谋而合。

20世纪70年代的经济滞胀危机促使美国新自由主义经济政策开启。1982年，

① 《华尔街日报》2006年的订阅条例是：全年报纸用户订阅99美元+订阅网站49美元；单独订阅网站收费为79美元/年。

美国国会通过《加恩 - 圣杰曼储蓄机构法》，使储蓄机构拥有与银行相似的业务范围，但却不受美联储的管制。国会还先后通过了《1987 年公平竞争银行法》、《1989 年金融机构改革、复兴和实施方案》，以及 1999 年《金融服务现代化法》等众多立法，废除了 1933 年《美国银行法》的基本原则，消除银行业与证券、保险等投资行业之间的限制和壁垒，美国金融市场进入前所未有的高速发展阶段——20 世纪 90 年代的 IT 投资风潮，诞生了一大批优秀的 IT 公司和 IT 金融业；21 世纪初期涌现出更多的金融衍生品，席卷全球。美国五大投资银行——高盛集团、摩根士丹利集团、美林公司、雷曼兄弟公司和贝尔斯登公司，均在此时上市，其业务客户囊括世界 500 强的知名企业，以及无数大型投资机构、社会基金等。在市场与国家政策的双重鼓励下，“财经专业主义”盛行，财经媒体成为投资银行家们的“合作伙伴”：以正面报道各种新型的金融衍生品为己任，以预测未来发展的盈利趋势为目标，类似于“卖方分析师”；对私营机构比对政府机构更为宽容，致力于称颂企业家、创新者，如《财富》和《时代》。

第二个阶段：2000—2008 年，即从“安然事件”到 2008 年金融危机之前，“新闻专业主义”与财经新闻的“公共性”开始兼容。

研究美国财经新闻报道的演变，不得不提及“安然事件”以及新闻界对此产生的巨大反思。安然公司曾是全球最大的能源交易商，2000 年的总收入高达 1010 亿美元，名列《财富》杂志“美国 500 强”第七位。该公司掌控美国 20% 的电能和天然气交易。2001 年，善于“做空”的投资机构 Kynikos Associates 于年初发布质疑安然财务数据的报告，认为安然公司的盈利模式不能解释公司的高额利润；同时，有文件显示安然和某些关联公司有不合理的幕后交易。2001 年 5 月，另一家位于波士顿的 Off Wall Street 证券分析公司通过数据分析，建议投资者不要轻信安然公布的财务利润。

最早质疑安然公司的比较有分量的媒体报道是《财富》杂志在 2001 年 3 月 5 日发表的一篇题为《安然股价是否高估》的文章，质疑安然公司通过“资产与投资”项目的资产出售金额来操纵其利润。8 月 30 日，投资网站（TheStreet.com）发表分析文章，认为安然通过关联企业间的高价交易人为制造利润，而这些交易对安然的负债率和股价存在致命风险。10 月，《华尔街日报》连续披露安然公司财务操作中更多的不合理交易，其中包括安然首席财务官安德鲁·

法斯托私设公司与安然公司进行交易的细节，同时还揭秘了一宗最大的非法关联交易。

2001年10月22日，美国证券交易委员要求公司主动提交某些交易的细节内容。12月2日，安然正式向破产法院申请破产保护，成为美国历史上规模最大的破产企业。

那么，究竟是谁揭穿了美国有史以来最大的一起公司企业财务造假大案？有经济学家分析认为是多方力量综合使然。首先是“买方分析师”的胜利，这是因为买方分析师代表众多投资机构中可能不具备绝对性影响力，但与公众利益相关的开放式共同基金、退休金、保险公司等，其手中持有许多安然的股份和其他证券，因此需要真相；若被蒙骗，则有可能使公众利益间接受损。其次，“做空机制”是证券市场中的天然“清道夫”，“做多”与“做空”相生相克，再加上第三方利益机构、证监会、投资机构、法律机构，形成一套比较完整的市场“生态链”。最后，美国上市公司的监管分成五层，即董事会、证券市场参与者、媒体、行政监管、司法诉讼。在这个利益链中，位置越靠前的机构，所发挥的作用就越直接，成本越低。

2000年，世界银行开始研究30年100个经济危机发生的机理，指出“过早、过分、过快地财政和资本自由化”是其主要因素之一。特别是美国发生的金融危机演变成全球的经济危机之后，财经媒体不断出现关于过度自由市场和过度宏观行政干预的批评性报道。

第三阶段：金融危机之后，即对全球经济给予更大范围的关注——全球经济曾经属于政治新闻议程——尤其开始关注发展中国家，包括俄罗斯、巴西、东南亚各国及中国的经济与政治社会的发展。2007年《华尔街日报》因“对中国经济快速发展负面影响进行的报道”获“普利策国际报道奖”。

目前，美国财经新闻的报道领域仍然偏重金融资产类，“资本市场”和公司内部治理是其十分重要的报道领域，2008年金融危机之后，增加了“资本管制”（如管制方式与风险）、银行危机及解决方案、国家债务危机（如重债穷国与减免计划）、国家风险评估、养老金改革等报道内容。

具体有如下四类报道领域。

第一类：资本市场。

资本市场的报道首先指“专业资本市场”，包括股票和债券。股票市场的新闻点有上市公司如何建立银行系统之外的融资渠道，私人资本如何进入公共投资领域，股票市场监管体系的漏洞，“做空”机制以及典型个案分析，涉及信息披露制度的“内部交易”、投资基金和共同基金的投资行为等。

债券市场关注债券发行的类型和发行者（包括国家债券、地方和政府债券、公司债券）、债券违约的风险，以及购买者的类型（包括大型投资机构和私人购买者）等。

资本市场的报道还涉及资本管制、对资本的自由化可能产生的危机与危险，以及那些支持与反对资本管制的市场反应和各种声音。

资本市场的报道还包括金融衍生工具市场，即金融衍生品和对冲基金。对金融衍生品的报道着重于产品的产生以及公众关心的盈利模式，关注大公司利用金融衍生品进行关联操作或财务转移。例如，1998—2000年美国安然公司利用衍生品工具操纵市场。对于对冲基金的新闻报道，则着重于对冲基金的运作方式、类型，以及与传统金融工具的差异性；在引发或制止金融危机产生的过程中，对冲基金有可能产生的作用；新闻还涉及是否对对冲基金进行管制的讨论，等等。

资本市场还包括外汇市场。外汇市场一个关联面比较广泛的新闻报道领域，新闻报道涉及汇率体制、汇率评估、市场估价等；外汇市场的新闻报道多与国际贸易事件有关，如他国汇率变化与本国汇率差异及其对本国经济的影响。另外，外汇市场的报道还涉及国际间流通的金融衍生品市场和国家债券市场。

第二类：国家宏观经济与银行业。

新闻报道关注造成银行业危机的各种潜在成因，如各类贷款及贷款的流通走势、易产生泡沫经济的行业发展情况、银行与货币和利率之间的关系，以及宏观经济的失调和中央银行的监管与调节能力，同时还关注银行危机的可能解决方案，如有关资本充足率和巴塞尔银行监管委员会以及国际清算银行所制订的各种为保持资本充足率的监管条例等。

21 世纪以来，主权国家的债务危机成为一个重点报道领域。主权国家的债务危机源于自 20 世纪初期始于向国外债权人（国家或投资机构）发生的借贷行为。当一个借贷国家的债务可能出现危机时，这些债务有时会被打包成一些金融衍生品，如布迪债券、债券互换等“证券交换”框架，出售给投资机构或投资者；或者主权国家进行自身债务重组，这些行为都可以令主权国家的债务危机得到适当解决。但是，重组会带来新一轮贷款，从而又会形成新一轮债务；当这些债务累积到一定时期并且令主权国家存在无法偿还的危险时，国家债务危机再次发生。因此，预测国家债务危机发生的时期、影响及可能的解决方案成为许多媒体报道的重点内容。新闻报道的采访对象有各大银行的高管，因为银行有可能是实际的最大债权人，这些债权人将形成何种债务重组或危机解决方案至关重要；采访对象还有投资银行的高管和国际信用评级机构，前者是各种债券的持有人，后者的评价则影响债务的危机程度及可能的波及面，如标准普尔公司和穆迪投资服务公司；另外，还有新兴市场贸易组织，它由银行和投资银行所控制，同样代表债券持有者。

养老金、医保制度及相关社会保障体系的改革是另一个宏观经济的重点报道领域，因为这是政府管理国家政策中至为重要的领域之一，控制养老金成本以及相应地如何应付养老金不断增高的未来偿付缺口，是发达国家政府预算的主要内容之一。国外财经新闻有关养老金、医保制度及社会保障体系的报道，其关注焦点之一是国家政策的平衡性，即社会保障体系既能达到其最基础的目标（集中为最贫困的人提供最低限度的福利），又不使其他阶层收入者和私人企业受到不必要的损失。关注焦点之二是各种养老金的增值、融资模式及相关的风险性评估。

第三类：公司报道。

公司报道包括外国直接投资（Foreign Direct Investment, FDI）、公司内部治理、私有化及财务信息披露等。国外财经新闻关注外国直接投资（FDI）的新闻着重于资本在各种国家之间的流动，以及这些流动有可能或已经发生的对发达国家的国内企业和失业现状产生的威胁。公司治理主要针对处于全球 500 强以内的大公司的内部股权更替、人事变更、新增投资 / 减资、股价变更、产业内部竞争等进行新闻报道，这些大公司的变化往往代表着它所属产业的发展趋

势，因此，大公司的动向不仅关系到其股东利益变化，同时还关系到其产业的发展变化。

私有化过程主要关注上市公司的公众资本私有的目标、公众股东的权益变化、私有过程是否有投机之嫌，等等。同时还关注国有企业或国家资本的融资过程中所涉及的私有化过程，如养老金的部分私有化过程。新闻媒体开始广泛关注公司的财务信息披露有可能始于美国 21 世纪初期的“安然事件”，关注财务信息的真实与否，这与新闻专业主义的价值取向是一致的，因而使得财经媒体获得了财经界之外的更为广泛的新闻专业的肯定和公众社会的认可。

第四类：大宗商品及能源发展与合作。

新闻报道关注大宗商品，主要涉及全球粮食和能源的进出口需求总量及变化。能源发展与合作，主要涉及各国减排交易、节能产品和模式的创新，以及节能减排国际标准的制定等。

需要注意的是，2008 年美国金融危机爆发之前，财经新闻报道较少关注金融政策，特别是政府机构对金融机构的监管或监督，也较少关注银行与金融创新产品的信用与道德风险。但之后这些领域成为财经新闻报道的重点内容。

第二节 当代中国财经新闻报道

第一小节 中国财经新闻的兴起与发展

20 世纪 80 年代末—90 年代初期，以经济新闻为主，其目的是宣传国家经济方针政策，主要体现为自上而下的宣传型报道。90 年代中期，出现了以报道民营经济发展为主要目标的工商新闻，并开始关注诸如“汇价”、“股价”、“油价”等宏观与微观经济指数变化的报道等。

90 年代中期和末期开始出现比较专业的财经新闻，狭义的财经新闻以证券新闻、公司报道、产业报道为主进行新闻报道；广义的财经新闻还结合当时国家政治背景和宏观经济纵横交错的关系内涵作为报道主要内容。有不少优秀的财经新闻报道取材于社会新闻和法制新闻，从负面事件中分析与新闻事件相关

的宏观社会和制度背景，追问其产生的合理性与合法性，提出了不少具有反思价值的问题。

经过 30 多年的发展，中国财经新闻包含了当下的经济新闻、工商新闻、证券市场新闻、公司新闻等，以及其他与经济现象、经济社会相关的新闻报道，其报道领域和新闻视角不断演变与扩展，较之美国或其他国外的财经新闻报道，专业性的报道特征与之大同小异，但其“公共性”的特征从其诞生之初就已十分鲜明。

“复杂多元”是中国财经新闻报道的重要特点之一。中国财经现象往往与国家改革开放的复杂过程相伴相生，以公有制为主的经济体制中并存着多元经济主体，是中国经济社会的重要特征之一，因此，中国当下的财经新闻报道的重要目标，不仅仅是完成专业性的一般性报道，还会提供多元角度的、符合现实逻辑的解释性报道。比起服务于某一类的目标受众，追求复杂现象背后的事实真相是财经新闻报道更为核心的目标。这一点在后文各章节中均有详细阐述。

当然，与国外的财经新闻读者类似的是，财经新闻的读者大多有可能通过财经新闻媒体的新闻报道来做财经决策，因此，“严谨理性”和“准确真实”是当下财经新闻报道的方法论特征。坚守新闻的中立与客观性，以事实和数据分析作为新闻分析的重要工具，尽量摒弃主观判断，对于问题的揭露性报道，不要仅停留在问题的本身，而是理性分析问题产生的机制，包括主观因素、客观环境及社会制度；事实的陈述，细节的再现，数据的呈现与推理，必须严格遵守真实与准确的准则，不能依靠作者的主观判断，即使有严密的推理过程，也必须请专业人士进行再演算，尽最大努力确保新闻报道的准确真实；反之，若事实与数据经不起编辑和专业人士的推敲与演算，那么即使记者获得了突破性的独家采访素材，新闻稿件的刊出也必须谨慎处理。

但是，当前中国财经新闻报道的局限性也是比较明显的。有一些新闻报道成为大机构、大客户的“代言人”，新闻信息的来源过分依赖管理机构、证券公司、银行和上市公司的公关通稿，立场欠中立，报道欠客观。专业性弱是另一个比较普遍的现象，新闻报道是事件信息的“搬运工”，仅满足于信息总量与传播速度，特别是金融领域的某些报道中，新闻内容明显对市场发展特征、行业发展背景、各个金融市场之间的关联性等专业性信息和知识不太了解，生搬硬套专业概念。

此外,写作枯燥、晦涩难懂,分析过程条理不明、逻辑不清,人为制造“阅读障碍”也是通病之一。

第二小节 财经新闻报道的专业领域

美国或国外的财经新闻报道领域是以资本市场作为核心的专业报道领域,与之相关的银行业、宏观经济和国际贸易等则成为辅助性的专业分支领域,这与国外市场经济发展相对成熟、市场领域发展相对完整的宏观环境分不开。中国财经新闻报道专业领域的分类则与之有明显差异,总的来讲是与市场经济的各个生产要素形成了对应关系,财经新闻报道则对这些要素市场的发展态势和相互关系进行调查、采访与写作,并兼顾中国经济社会发展过程中的政治、文化与地理等非经济要素作用于这个过程所产生的后果和影响。

在市场经济条件下,各类市场在资源配置中发挥着基础性作用,这些市场共同组成一个完整、统一且互相联系的有机体系。市场体系分为产品市场,如消费品市场、生产资料市场、旅游服务市场等,以及为这些产品提供生产条件的要素市场,如劳动力市场、土地市场、资本市场、货币市场等。具体而言,中国财经新闻报道的专业分类有金融市场新闻报道、宏观经济报道、产业与公司新闻报道、法制新闻报道等,尽管这些分类从学术角度来讲还不太严谨,但在一定程度上反映了当下中国市场经济的发展格局。

第一类,金融市场新闻报道。金融市场是整个市场经济体系重要的,也是基本的组成部分之一,属于要素市场。它与消费品市场、生产资料市场、劳动力市场、技术市场、信息市场、房地产市场、旅游服务市场等各类市场相互联系、相互依存,共同形成统一市场的有机整体。在现代市场经济体系中,无论是消费资料、生产资料的买卖,还是技术和劳动力的流动等,各种市场交易活动都要通过货币的流通和资金的周转来实现,离不开金融市场的密切配合。从这个意义上说,金融市场的发展对整个市场体系的发展起着举足轻重的制约作用,市场体系中其他各市场的发展则为金融市场的发展提供了条件和可能。

金融市场又称为资金市场,包括货币市场和资本市场。货币市场包括金融同业拆借市场、回购协议市场、商业票据市场、银行承兑汇票市场、短期政府

债券市场、大面额可转让存单市场等。资本市场包括中长期信贷市场和证券市场。中长期信贷市场是金融机构与工商企业之间的贷款市场；证券市场是通过证券的发行与交易进行融资的市场，包括债券市场、股票市场、基金市场、保险市场、信托市场和融资租赁市场等。

因此，一般来讲，媒体机构编辑部内部又将专业的金融市场报道再细分为股票市场报道组、基金市场报道组、债券市场报道组、信托市场报道组和保险市场报道组等。同时还兼顾中国金融市场的特殊性，特别关注政府与企业的债务资产证券化过程、国有银行业的改革、金融市场混业经营的各种表现形式，以及金融创新所带来的风险和金融管制的制度产生与演变。

第二类是宏观经济报道。宏观经济报道关注整个国民经济或国民经济总体及其经济活动和运行状态，如社会总供给与总需求的平衡关系、国民经济的总值及其增长速度、国民经济结构的组成比例、物价的总水平及增幅、劳动就业的总水平与失业率、国民收入水平、国家财政收入及社会保障、货币发行的总规模与增长速度，以及进出口贸易的总规模及其变动等。

宏观经济报道还关注一系列的国家政府和职能机构所发布的宏观调控政策，包括货币政策，目的是保证经济增长与国际收支平衡，以及保持就业率和维持物价平稳等；财政政策，通过财政支出与税收的政策变动来影响和调节总需求，进而影响就业和国民收入；收入政策，通过强制性或非强制性的限制工资和价格的机制来影响或控制价格；产业政策，是政府对产业的形成和发展进行直接干预的各种政策，主要目的是弥补市场失效，提高资源配置效率，保护幼稚产业的成长等。

宏观经济报道还关注中国政府的宏观调控机制或国家层面的经济制度的改革，即“顶层设计”，如“需求侧”、“供给侧”、“负面清单”等制度改革，以及关注这些改革是否达到了预期的宏观调控目标。

第三类是产业与公司新闻报道。产业与公司新闻报道关注产业结构、产业组织和产业布局，以及产业政策，即通过促进或限制某些产业的发展，改造产业结构，调整各产业之间的相互关系，使供给总量和结构都能满足需求，实现供给与需求的总量、结构的平衡。

公司新闻报道关注产业格局中规模企业的市场经济行为，包括公司内部治理、公司产权交易、行业之间的竞争及企业外向性的投资行为。

本章小结

本章从美国财经传媒的目标受众和报道理念的演变过程总结了国外财经新闻的发展特点，西方财经新闻报道的“专业性”与新闻报道天生的“公共性”，就像博弈的双方不断地进行互动与较量。直到“安然事件”发生后，2008 年金融危机之前，财经传媒机构的“新闻专业主义”与财经新闻的“公共性”才开始兼容。金融危机之后，美国财经媒体的报道对全球经济给予更大范围的关注，尤其开始关注发展中国家，包括俄罗斯、巴西、东南亚各国及中国的经济与政治社会的发展。目前来讲，财经新闻的报道包含资本市场、国家宏观经济与银行业、公司报道等领域。

相比国外，中国财经新闻报道的发展有自身鲜明的特点。20 世纪 80 年代末—90 年代初期，以经济新闻为主，其目的是宣传国家经济方针政策。90 年代中期，出现了报道民营经济和少数市场经济现象的财经新闻故事。90 年代中期和末期开始出现比较专业的财经新闻，以证券新闻、公司报道、产业报道为主进行新闻报道，还结合当时国家政治背景和宏观经济纵横交错的关系内涵作为报道主要内容。目前中国财经新闻类型包含经济新闻、工商新闻、证券市场新闻、公司新闻等，以及其他与经济现象、经济社会相关的新闻报道，较之美国或其他国外的财经新闻报道，其“公共性”的特征从其诞生之初就已十分鲜明。

中国财经新闻报道的专业领域分类，总的来讲是与市场经济的各个生产要素形成了对应关系，财经新闻报道则对这些要素市场的发展态势和相互关系进行调查、采访与写作。具体而言，中国财经新闻报道的专业分类有金融市场新闻报道、宏观经济报道、产业与公司新闻报道、法制新闻报道等。但是当前中国财经新闻报道的局限性也是比较明显的，主要体现为专业性不足，新闻内容明显对市场发展特征、行业发展背景、各个金融市场之间的关联性等专业性信息和知识不太了解。此外，立场欠中立、报道欠客观，写作枯燥、晦涩难懂等也是报道中常见的通病之一。

第二章



新闻事件的财经视角判断

关键词：新闻真实 新闻价值 目标受众 财经新闻视角

本章核心问题：何为新闻的“真实性”以及如何理解真实性的表现方式？
如何理解并剖析新闻事件的多重新闻价值？以财经视角所判断的新闻价值有哪些？财经新闻报道的目标受众是谁以及为何？如何从社会新闻、法制新闻中挖掘出财经新闻的报道视角？

第一节 新闻事实的“真实性”

新闻真实，首先要求新闻报道所反映的对象是客观存在的，这是“真”的

事实基础；其次是在这个基础之上呈现对这个客观存在的认知反映，这就构成了“实”的本质内涵。塔夫曼认为，新闻报道首先是发现事实，其次是客以公正地对事实做出具备“公众性格”的解释。财经新闻尤其具备这一特质，从实践而言，新闻对公众的影响力不仅取决于报道对事实抓取的多寡程度，更取决于这个新闻对事实的判断是否独立，因为“独立”在某种意义上讲是“客观公正”的代言。

“真”的事实基础、细节和素材并不难寻找，但从一个客观公正的新闻视角对一个新闻事件的新闻价值进行合理判断却并非易事。的确，有些新闻报道并非假新闻，也没有捏造新闻事实，但为什么就得不到公众的认可 and 信任呢？之所以出现这种情况，极有可能是因为新闻工作者对新闻事实的真实性判断出现了偏差。

但是，做到绝对准确的判断也不可能，新闻记者的主观性不可避免，不仅如此，新闻事实的发展是复杂任性、变化莫测的，即使最优秀的新闻报道也只能呈现尽可能接近真实的有限真实。那么，如何做到这种“尽可能接近真实的有限真实”呢？

“客观公正”与其说是一种新闻目标，不如说是新闻报道的手段。即是说，新闻工作者必须采取一切可行的办法确保新闻事实的真实性，包含事实的真实性和解释这些事实的真实性。反过来，这种新闻手段既可维护新闻公信力的声誉，在报道者与采访对象剑拔弩张之际，还可使前者免遭法律诉讼的危险。

本节从新闻实践的角度入手，尝试分析两组新闻真实的基础概念，以求窥一斑而见全豹，在面对纷繁复杂的新闻事实之际不至于找不到思考的方向。

前文讲过，新闻的真实性首先要求新闻报道所反映的对象是客观存在的；这种客观存在指新闻事实内在的具体构成，是新闻事实的基本要素、核心片断、各类事项等各种组合，它们是新闻真实的基础性结构，可分为“要素真实”与“事项真实”，这是第一组十分重要的有关新闻真实的概念。

“要素真实”包含核心事实的六个“W”，即“Who”、“When”、“Where”、“What”、“How”和“Why”的真实性。但这种真实还是碎片式的、非关联性的。

“事项真实”则指新闻事件若干真实事实的组合，这些组合呈现了新闻事实

内部发展的“层次逻辑”，以重要性排序，依次有“主要事项”、“次要事项”、“背景事项”和“边缘事项”等。

(1) 主要事项指新闻主体事实，囊括了上述6“W”中的前5个“W”，呈现了新闻事实的基本形态和直接结果，是对新闻事件的发展具有主导作用的事实部分和事实片断；构成了新闻事实的核心内容，因而主要事项亦可称之为“核心事项”。

(2) 次要事项指与主要事项直接利益相关的事实部分、单元或片断，利益相关事项的事实越丰富，就越能充分说明新闻事件发展的复杂性和不确定性。

(3) 背景事项通常由与新闻事件相关的“数据库”信息呈现，包括能反映新闻事件来龙去脉的历史数据，新闻事件发生的与制度、文化或地理等宏观因素相关的背景事实。背景事项在财经新闻报道中十分重要，因为几乎每一件值得去做新闻报道的财经事件都不可能是偶然或孤立发生的，通过与其历史和宏观事实的关联，将新闻事件置于一个时空立体坐标轴上，呈现新闻事件的发展过程与节奏。

(4) 边缘事项指社会反应体系，指公众对新闻事件的舆论反应。一般来讲，由于互联网改变了新闻事件以往依赖传统媒介进行传播的方式和速度，新闻事件可能比新闻报道更快地进入公众舆论环境之中，从而有可能影响甚至左右新闻事件的后续发展，如网民对新闻报道的社会反应通常会成为新一轮新闻事件的“主角”。边缘事项显示互联网时代的新闻事实的主体性已然超出或打破了新闻工作者的专业垄断，因此必须将之纳入新闻事件的客观存在之中。

因此，如上文所说，“要素真实”与“事项真实”从各个侧面比较全面地、系统性地、动态地反映了新闻事实的客观存在，构成了“真”的基础。

那么，在此基础上如何形成客观认知呢？

接下来分析另外一组有关新闻真实的概念，即“现象真实”和“本质真实”。这两种真实构建了新闻报道对新闻事实的客观认知。但是何为现象？何为本质？如何辨别它们的特性以及二者的差异性和关联性？厘清“本质”与“现象”在新闻报道中至关重要，但这也是经常给记者们出难题的部分。就像前文提到的，为什么有些新闻报道并非是假新闻，也没有捏造新闻事实，但为什么公众还是

不认可新闻报道呢？那么客观地呈现了要素真实和事项真实，是否就是本质真实呢？

“现象真实”是指事物的外部联系和表面特征，是事物的外在表现；新闻报道中所体现的“我在现场”，以及对新闻现场的“再现”，即是完成这种“现象”的真实表述。这种真实表述既包括新闻主体（尤其是新闻源主体）的活动，也包括记者在现场的活动，“记者采访”即这种记者现场活动的具体体现。例如，记者对各类采访对象的访问，记者对新闻现场的调查、观察与采访，记者参加新闻发布会所获得的信息，还包括记者收集的数据信息、文字、音频、视频等素材信息，等等。

“本质真实”是指事物的根本性质，是运动着的事物本身的内在联系和发展规律，事物的本质是由它本身所固有的特殊性所决定的。“现象真实”并非与“本质真实”相违背，本质的真实中必然包括现象的真实，但反之则不然。

例如，某家媒体独家采访到某新闻事件的重要当事人，这些采访内容经常被公认为是新闻独家和客观的表现方式，但是这些采访是否就已经呈现新闻的本质真实了呢？如果只报道新闻现象，即使是真实的新闻细节、信息，但这种真实性往往也只能体现出新闻事实的表层，新闻报道真正要弄明白的是这些问题：新闻事件究竟是如何发生的？事件的发生包含哪些偶然或必然的因素？新闻的冲突矛盾关系是天生如此还是日积月累的结果？新闻事件的人物是偶然出现的吗？他们之间有怎样的利益关系？还有类似的新闻事件吗？这些类似事件的表现形式有何同异之处……带着强烈的、清晰的问题意识，对新闻事件每进行一次深度或广度的追问，就与本质的真实更接近一分。

例如，关于发生在 2009—2014 年期间的浙江吴英案^①，浙江省女企业家吴英利用企业家的身份进行各种民间集资行为而被判刑。2009 年 12 月，吴英以集资诈骗罪在一审中被判处死刑。2012 年 1 月，吴英案二审维持原判。二审判决后，吴英案成为受到法律法学界人士、知识分子及公众共同关注的焦点事件，多数人士对吴英案的判决提出质疑，并对民间借贷的“非法性”提出反思。2012 年 5 月 21 日，吴英案终审改判死缓。2014 年 7 月 11 日，吴英从死缓减刑至无期徒刑。同类案件在吴英案之前已有数起，同类案件的主犯大多获死刑或

^① 见《吴英案终审改判死缓三周年》，http://special.caixin.com/event_0521/。

死缓，从现象真实来看，这起新闻事件的新闻事实包括吴英发家故事、犯案过程、吴英与某些地方官员的关系等细节，以及对新闻当事人的采访……与过往的数起同类民间集资案现象并无太大差异，只是非法集资数目不同而已。那么，这些现象的真实是否反映了这起新闻事件的本质真实呢？

其实这起案件的本质绝不仅限于上述新闻事实，这起案件或者说近年来层出不穷的同类案件发生的根本原因——正如《人民日报》在2012年2—3月间连续三篇评论所言——中国当下的国家金融管理制度与庞大的民间现金流通市场发展规模之间呈现了巨大的偏差，“吴英”的存在并非偶然，为什么会有这样的反差发生？民间金融市场的发展为何能如此快速？市场风险是如何形成和传导的？有何直接后果和中长期影响？如何解决这些问题？制度监管如何既能控制风险又不干预市场？等等，这才是新闻要追踪的本质真实。

“现象真实”是单一真相的真实，是碎片化的真实，是“盲人摸象”似的真实，所以有可能是“假象真实”或者“真假相混合”。在现实报道过程中，“本质真实”常常被“现象真实”所遮掩、所迷惑，以为现象的真实性（包括记者现场的活动与见证）可以代替本质的真实性；但现象往往是表面的，尤其是一些经济生活中所发生的复杂现象，它们是多角度呈现的，就像一头大象，它既涉及市场经济的基本规律，又涉及政治与文化背景，同时与伦理和法治交缠；它们同时又是时空的，它们既在当下，又蕴藏历史的魅影，还预测着未来的星光。

本质真实并不神秘或难以理解，它是新闻报道的本质追求，即新闻的客观性、真实性、独立性，在现实意义上体现在对新闻的“本质真实”的追求之中。两种真实的矛盾交融即是新闻报道最强大的魅力所在：还原事件的细节，挖掘新闻现象内在发展的本质规律，追问新闻事实产生的微观原因，中观制度背景、宏观社会发展现状，以及新闻事件本身的社会意义。

在新闻生产过程中，追索现象和本质的双重真实是体现新闻专业性的方法和手段，新闻报道只有将新闻的现象真实和本质真实共同呈现了，才算真正地完成了新闻报道，也才能完成社会和公众对新闻专业工作的职业要求，所以这也是新闻机构的社会责任感的重要表现形式。

第二节 新闻事实的财经新闻价值判断

追索新闻事件的现象和本质的双重真实为新闻记者构建了很好的问题意识,那么如何将这种问题意识转化为一个个优秀的新闻主题呢?对专业新闻工作者来讲,新闻主题的准确判断主要来源于对新闻事实所蕴含的各种新闻价值的准确判断。

何为新闻价值?

从某种意义上讲,事件的新闻价值表现为一种实用意义的社会关系的总和。新闻事件的“事实价值”,是新闻事件中的核心事实所蕴含的独特社会意义。这种社会意义并非唯一,可能是以政治价值、文化价值、历史价值或经济价值的单一方式,或多重方式呈现出来的;也正因为拥有这些“事实价值”,新闻事件才有可能值得新闻工作者以专业方式报道出来、传播开来;呈现的意义越多重,新闻事件的社会意义就越彰显。

从实践的角度而言,这些“事实价值”可以理解为新闻事件的报道主题,一个新闻事件产生后,时政部编辑看到它的时政意义,于是有了时政主题;经济部编辑看到它的经济意义,于是有了经济主题;社会新闻部编辑可能看到的是其社会伦理意义,于是就有了社会伦理主题……

新闻事件的“事实价值”至少有三种特性。

第一,新闻事件的“事实价值”判断不可能完全脱离事件的社会价值,也就是说,“事实价值”实际上是事件的各种社会意义的呈现,如政治的(往往这是判断的首要价值)、文化的、经济的、心理的、科技的——假定公众也享有或认可同类价值,这些价值就应该被新闻报道传送出来;但由于客观和中立的前提,这种新闻价值极少被新闻工作者鲜明地表露出来,只是隐藏在字里行间。

第二,新闻事件的“事实价值”是典型的、具体的,并非抽象的。一个新闻事件可呈现出多种“事实价值”,并且每一种价值在现代社会来看,均具备某种典型的、具体的社会意义和呈现方式,因而使得新闻事件本身变得具备典型意义,事件是具体的社会价值的载体而已;报道新闻事件的目的,从某种意义上讲,是彰显这些事件中的“事实价值”。

第三，尽管新闻事件是暂时的、碎片式的，但是“事实价值”的内涵却是恒久的，不同的新闻事件都有可能体现这种价值；或者，新闻机构假定自己是定位于某种社会价值，于是便会催促着记者们寻找能体现此种恒久事实价值的新闻事件，循环往复，乐此不疲。尽管随着时间和技术的变迁，表现的形态多样，但它仍可以在相当长的时期内保持且被一代代的新闻工作者追求，附载在各种各样的新闻事件之上。

判断新闻事件的“事实价值”，是遵循新闻活动内部发展的客观规律，站在更宏观的角度挖掘新闻事实中蕴藏的社会意义。新闻报道的目标与本义是“实现真实报道”，如果说新闻事件中的事实细节与素材呈现的是新闻活动微观层面的具体真实，那么“事实价值”呈现的则是一种宏观层面的本质真实。

从媒体机构竞争的角度而言，实现越丰富的微观层面的现象真实，便越有可能获得“独家”的报道；而实现越丰富的宏观层面的本质真实，则越有可能获得“独立而独到”的报道。两者均为媒体竞争的目标，且后者的影响力有可能更甚前者。

从新闻实践来讲，这些独特的、具体的“新闻价值”大概有如下三类。

第一类是新闻事件所体现出来的“政治与公共价值”，这些新闻价值大量附载在与民族优越感、国家政治和社会公共事务、社会道德和伦理相关的新闻事件中，这些事件也因此成为新闻报道的重点领域，如深度新闻调查性的报道经常曝光官员或企业家贪污腐败的丑闻。

第二类是新闻事件所体现出来的“美学和社会心理学价值”，这些新闻价值判断对物质追求和高科技等现代社会种种现象体现出高度敏感的反思，因此新闻报道常常对这些新闻事件进行人本主义和人文主义式的报道与追问。例如，新闻报道经常对各个大城市“扶不扶老人”的新闻事件进行详细报道，并鼓励公众参与网上讨论。

第三类是新闻事件所体现出来的“政治与经济学意义的价值”，即从新闻事实中挖掘出那些与经济关系、经济活动产生关系的意义和价值的重要事实，这些事实一般都是在经济活动的过程中与政治制度、政府行为之间互动产生的，或者新闻事件反映了经济利益与公共利益形成的各种社会冲突。在中国当前复

杂的社会转型环境下，既有独立的财经事件，又有政治和社会新闻事件，均可呈现这类新闻价值，所以这类新闻价值经常与前述两类新闻价值融合在一起，形成了有关新闻事件的多样性的、丰富复杂的、具有辩证关系的新闻价值判断体系。

本书认为，对经济领域发生的事件或那些体现政治与经济学意义的社会性事件的新闻报道可以统称为财经新闻报道。

中国财经新闻的新闻价值体现为如下三类。

第一，新闻事实呈现了市场经济“看不见的手”的决定性作用的新闻价值，即判断新闻事件是否反映了市场经济机制的建立和运行规律，是否体现中国共产党第十八届三中全会关于“市场经济”的精神，是否达到了建设统一开放、竞争有序、公开透明的市场体系的目标。这是财经新闻报道中最重要、最核心也是最基础的价值判断，新闻报道在获得现象的真实细节后，还应该继续追问新闻事件中的核心事实是否体现了市场在资源配置中起到决定性作用，企业是否是自主经营和公平竞争，消费者是否是自由选择与自主消费，消费商品与生产要素的自由流动与平等交换的现代市场体系是否已经自发地形成与建立。这类新闻事件经常出现在“国有企业的市场化改革与行政垄断”、“民营中小企业的发展”、“民间高利贷与金融制度改革”等经济领域中。

第二，新闻事实还呈现了政府与市场的辩证关系的新闻价值，这是从公共管理的视角来理解新闻事件所反映出来的社会现实。这种价值判断基于当下经济与政治改革进入深水期、社会变迁处于转型期的宏观背景，反映了极具中国特色的政府管理与市场经济发展之间的复杂互动关系。新闻报道应该追问经济制度的合理性与合法性，反思政府干预的必要性与市场经济的公平性如何达到辩证平衡，验证经济制度是否清除市场壁垒，减少了交易成本，同时提高资源配置效率和公平性，以及反思政府所推行的种种优惠政策行为是促进了公平竞争还是成为地方保护主义的延伸。这类新闻经常以地方政府与企业纠缠不清的权贵关系及造成的社会负面事件出现，特别是在公共基础设施建设领域，新闻报道关注地方政府如何合法、合理地引入非公有资本进行有效管理和运营，关注政府的“设租”和企业的寻租行为，等等。这类新闻事件既出现在时政新闻领域，同时又出现在经济新闻领域，既能反思政府某些行为的合理性与合法性，

又能体现经济活动的复杂性。

第三，新闻事实还呈现了公共社会的“效率与公平”的新闻价值，这是从“政治经济学”视角来理解复杂的中国现实。从现实中讲，这是最易产生经济学经典的“两难选择”的领域，因为涉及社会财富再分配以及社会福利产生的方式与目的。例如，2013年春天北京发生的严重“雾霾”新闻事件，反映了城市发展与公共环境污染之间的矛盾；又如，中国房地产市场历年来进行宏观调控的新闻事件，映射了地方政府想要达到社会稳定的公共福利利益的目标与房地产市场经济发展之间产生的矛盾。

“政治经济学价值”还可以体现在众多负面的社会新闻或政治新闻中，因为只要追问这些负面事件的发展原因，便可清晰地察觉到“经济利益”无处不在。例如，发生在2011年10月间的广东省佛山市的“小悦悦新闻事件”，追查此类事件发生的社会客观环境的原因，路人的冷漠可能只是其一，但根源可能还需要去当地调查“小悦悦为什么没有上幼儿园？”“这个专业市场为什么人车混流？”前者反映城镇化推进过程中幼儿教育等福利系统的缺失，后者反映当地经济集市管理制度的缺失，而这两个问题都与当地政府的管理模式和政府财政支出制度有关。

再如，有关企业家社会责任感的新闻事件，这既是一个体现“政治公共价值”的新闻，亦是一个体现“经济价值”的新闻，以“经济价值”报道此类新闻事件显然不同于社会新闻的报道角度，财经新闻工作者的视角可能要体现出企业家经济责任的实施过程，其中包括利润与成本的控制，然后再体现经济责任与社会责任之间的辩证关系。

高度决定深度，将这些财经事件或新闻事件置于中国社会发展和经济体系运行的宏观背景下，也许才有可能比较全面地呈现出多重的新闻价值，同时也才有可能接近新闻事件的本质真实。

第三节 财经新闻报道的目标受众

在做出一篇优秀的新闻报道之前，思考与辨析何为新闻事件的现象真实与本质真实，厘清新闻事件所能呈现的多重新闻价值，则新闻报道就已经搭建了

比较清晰的理论框架了。但是对于财经新闻来讲，还遗留一个前提似的问题需要思考：阅听人，也就是财经新闻的信息接收者或受众是谁？如果弄不清楚这个问题，就好像一名优秀的厨师身怀绝技、万事俱备，但却不知道今晚的来宾是谁。

按照传统新闻学视角来划分，财经新闻的信息接收者或受众有“财经专业读者”和“普通读者”之分；按照微观经济学视角来划分，有“消费者”与“生产者”之分；按照资本所有权视角来划分，有“投资者”和“融资者”之分，投资者包括散户或公众股东以及机构投资者，融资者包括上市公司、非上市公司以及创业者或商业后起之秀；还可按照约定俗成的社会学概念来划分，有“精英阶层”、“中产阶级”和“草根阶层”之分；按照教育程度或收入来划分，有大专学历以上或以下之分……

由第一章中有关美国财经新闻目标公众演变的论述可知，自 20 世纪 60 年代以来，美国财经媒体自主地将财经新闻的读者定位在“拥有财富的人”、“金融类专业人士”、“商业后起之秀”、“公众股东”这四类人群。那么，中国的财经报道是否与之相同？还是另有受众对象呢？

这的确是一个不好回答但却必须面对的问题。在中国，也许不同的媒体机构会因为自身的主管部门、媒体机构的市场定位、信息资源的来源等不同因素而有不同的答案，显示着在面对同一类新闻价值的事件时，各个媒体新闻报道会呈现出差异性显著的报道内容。但是，优秀的财经新闻报道对目标受众应该有一个更加清晰的认知，并且这种认知应该建立在新闻专业工作者对新闻报道的公共性的理解与尊重之上。

经济学家陈志武对 2001 年发生的美国安然公司破产案例有一个比较全面的总结。他认为，安然公司的倒台首先是“买方分析师”的胜利，这些买方分析师中有一部分代表众多持有许多安然股份的开放式共同基金、退休金、保险公司等的利益，他们自然有利益驱动去查清真相。

其次，美国证券市场的“做空机制”为进一步追踪安然内幕提供了激励。最早打主意做空安然的是一家位于纽约替客房寻找卖空对象的对冲基金公司，其总经理杰姆士·卡诺士早在 2000 年年底就盯上了安然公司，那时安然股价正处于顶点。媒体随之参与买方分析师的阵营继续质疑安然公司，最后上市公司

的五层监管方，包括董事会、证券市场参与者、媒体、行政监管、司法诉讼共同发力，最终迫使安然公司面对现实，宣布破产。

笔者发现，从那以后至 2008 年金融危机，财经媒体出现了一些揭露和报道美国上市公司丑闻的新闻报道，呈现了严肃新闻一以贯之的新闻专业主义色彩，承担了上市企业及投资机构监督与监管的责任。2002 年 6 月 25 日，美国电信业巨头——世界通信公司（Worldcom）在媒体的质疑下承认，该公司在去年全年和当年第一季度将 38 亿美元的经营开支记到了资本开支账户上，从而使该公司这一期间的经营业绩从巨额亏损变成了盈利 15 亿美元。当年 6 月 27 日，《华尔街日报》曝出，施乐公司在 1997—2001 年间虚报的营收金额高达 60 亿美元。从 2002 年 1 月中旬起，美国各主流媒体，如《纽约时报》、《华尔街日报》、《商业周刊》对华尔街各上市公司进行调查报道，在媒体的触动下，美国有 1000 家大小公司被要求重新审查其自 1997 年以来的盈利报告。在 2002 年第一季度，SEC 就调查了 64 宗会计和财务报告案，被列入“黑名单”的会计行业有安达信、安永、毕马威、普华永道等顶级审计公司，金融行业有美林证券、瑞士信贷第一波士顿银行等世界级的投资银行，高科技行业有朗讯、Net-workAssociates、Quest、施乐，以及软件业巨头——微软公司等。2002 年 11 月 5 日，受到多方批评的美国证券交易委员会主席哈维·皮特辞职。也正是从那时起，美国股市开始了震荡，在不到半年的时间里，标准普尔 500 强的市值缩水达 2 万亿美元。2003 年，《华尔街日报》因“上市公司丑闻”获“说明性新闻”的普利策奖，2007 年又因报道“企业的优先认股权丑闻”而获得“公共服务奖”。

不过，美国财经媒体的新闻大多数仍以分析上市公司财务信息的真伪作为其主要报道内容，其揭露性新闻所起的监督与监管作用并未扩展到对整个金融产业的反思，对于国家金融管制政策、金融衍生品创新的风险分析，都未有预警性的新闻报道，这从 2004—2009 年经济类报道集体缺席“普利策奖”可见一斑。仅在 2007 年《华尔街日报》因“对中国经济快速发展负面影响进行的报道”获“国际报道奖”，该奖项授予《华尔街日报》全体职员而并非授予某一篇新闻报道。专业人士分析，这大概是因为新闻界没有在金融危机全面爆发前通过及时充分的报道来向公众预示问题的严重性。美国权威学术期刊《哥伦比亚新闻评论》的资深编辑迪恩·斯塔克曼说：“如果非要我推测原因的话，我认为普利策奖不太愿意授予那些在事情发生后才出炉的报道，即使这些文章可能写得很好。”

2011 年之后，财经新闻又开始出现在普利策奖项名单中，互联网媒体“ProPublica”跨度两年的系列报道 *The Wall Street Money Machine*（20100409—20111006，47 篇调查与分析的报道——笔者注）获 2011 年“国内报道奖”，披露了华尔街可疑的金融操作行为，而这些行为有可能导致经济灾难；报道中使用数字工具来向读者很好地解释复杂的金融行为导致金融危机的过程。《萨拉索塔先驱论坛报》的新闻报道 *Insurance Risk* 获同年“调查性报道奖”，该报道详细披露了对佛罗里达州业主有重要影响的财产保险体系的黑幕，提供了便利的保险公司可靠度数据，并促使监管部门采取行动；同年《纽约时报》的评论获“评论奖”，作者是 David Leonhardt，其评论深入探讨美国各种复杂的经济问题——从联邦预算赤字到医疗改革，使得公众们对其有比较全面的了解，并引起了许多反思。2013 年《纽约时报》获得包括调查性报道奖、解释性报道奖、国际报道奖和特稿写作奖在内的四项大奖，其中两篇是财经类调查报告，一篇报道是知名调查记者戴维·巴斯托（David Barstow）对沃尔玛在墨西哥行径的调查报道，另一篇报道是对苹果公司所做的解释性报道，揭示了全球化过程中的黑暗面。2014 年《华盛顿邮报》的伊莱·沙斯洛（Eli Saslow）的新闻报道揭示了美国后衰退时代食品券的普遍性，令人关注贫困问题而获“解释性报道奖”。2015 年这个奖项由《彭博新闻社》获得，该新闻社的记者们报道大批美国公司逃避税收，立法者和监管者却无力阻止；该年还有一个社论写作奖也属于财经新闻范畴，《波士顿环球报》的 Kathleen Kingsbury 的社论带领读者详细了解了餐厅服务员的银行账户，揭露了餐厅菜单中食物真实的价格有多便宜，同时也暴露了人工服务的不平等待遇。2016 年美联社 4 名记者在长达一年半的时间里跟踪调查东南亚“血汗海鲜工厂”用工行为，共形成 10 篇调查报道，获得该年普利策“公共服务奖”。这些报道展现了印尼、泰国捕鱼业使用苦役劳工为全世界的餐桌提供海鲜，该调查报道促使超过 2000 名被囚禁工人得到释放。2017 年，一组由调查记者国际联合全会、McClatchy 及迈阿密先驱报发起的，来自六大洲超过 300 位记者合作完成的系列报道揭露了全球范围的“避税天堂”，获得了该年的“解释性报道奖”。

在本书的前言中，笔者认为“好的财经新闻”必须具备公共性，因为这是一切新闻存在的价值基石，之于财经新闻则尤为重要。财经新闻记者进行新闻报道的目标，也许是为了促进市场经济体系的有序发展，也许是为给政府的

顶层设计提供决策辅助，但如果以追求“公共利益的最大公约数”而论，财经新闻报道最根本的目标和责任应该是保护那些无法亲自观察和监督公司管理者以及资本持有者之行为的普通公众，并通过自己的新闻报道尽可能地使他们接近事件的真相，免受被那些有意隐瞒真相的市场人士所误导和伤害，这也从上述近年来为数不多的“普利策”财经新闻报道中可以看出，公众和公共机构的利益明显高于政府官员和商业机构；尽管新闻事件仍然关注保险、医疗、金融等市场经济领域，但新闻报道的目标及受众仍然是统一协调的，即为不知情的公众寻找真相，这就是本书所倡导的财经新闻报道的目标及目标受众。

第四节 社会新闻事件的“财经新闻报道视角”

在本章第二节曾经谈到，在中国当前复杂的社会转型环境下，财经新闻报道的对象有独立的财经事件，但是一些政治和社会新闻事件也可以进行财经新闻报道，因为这些新闻事实均也呈现政治因素、社会因素与经济因素融合的丰富复杂、具有辩证色彩的新闻价值判断体系。

接下来分析一个新闻案例，从新闻发生的事件来看，这个案例属于社会新闻，但财经记者的报道同样令人印象深刻。那么，如何以财经新闻的角度来报道这样的新闻事件呢？

案例概述：

20世纪70年代初，中国开始推行以“一胎化”为主要标志的计划生育政策。1982年，计划生育政策被确定为基本国策。当时，和全国很多地方一样，湖南省也对计划生育工作实行“一票否决”制。违反《人口与计划生育法》和《湖南省人口与计划生育条例》禁止性规定的，地方政府的主要负责人、人口和计划生育工作分管负责人及责任人和单位，一年内不得评先评奖、晋职晋级、提拔重用、调动。

湖南省邵阳市隆回县是一个国家级贫困县，连续十余年保持湖南省“计划生育工作先进县”的称号，其制定的处罚和考核细则更为严苛，其口号是“通不通，三分钟；再不通，龙卷风”——乡民解释称，其意思是计生干部给违反政策的

家庭做思想工作，大约只需三分钟时间，之后再没做通，家里值钱的家当就像龙卷风过境一样被一扫而空。1997 年以前，该地对违反计划生育政策的处罚是“打烂房子”、“抓大人”，因超生问题而被处罚过的西山村农民袁朝仁就曾因超生问题被拆了房子；但在 2000 年以后，不砸房子了，改为“没收”小孩——这是该县高平镇计生部门处理违反计划生育政策的方式之一。其方式是，计生办人员进村入户，将涉嫌违法生育、抚养的婴幼儿抱走。因此，每当计生干部下乡入户核查时，乡民们便四处逃避。在 2002—2005 年间，高平镇出现坊间所称的“抢婴潮”。

财经新闻调查记者通过两个新闻途径的调查与采访获得了具备财经新闻价值的内容，报道的视角可以从两个角度切入^①：其一，通过实地调查采访，发现湖南隆回县高平镇计生干部自 2000 年后以“没收”小孩作为对其乡村超生家庭的惩罚，这样就形成了“邵氏弃儿”，分析的思路是从农民的家庭个人原因和地方政策等因素分析找出形成这种社会负面事件的各种原因。其二，通过调查当地财政收入方式，分析当地计生工作人员是如何将《社会抚养费征收管理办法》变成合法财政来源之一，并同时利用国家相关的收养政策，福利院和计划生育办公室的合作生意，通过仿造相关证件，衍生出一条作为当地财政收入的“利益链”。

光天化日之下的“抢婴”，居然是以近似合法的方式呈现在公众面前的，这种巨大的反差引起了公众的强烈关注，财经记者的调查重点即探寻这种“合法性”背后隐藏的“非法性”。通过深度调查发现，抢婴是为了收取“社会抚养费”，后者居然成为这个贫穷地方的财政收入来源；地方机构还与福利机构联手，生成一条“收养弃婴的生意链”，使“抢婴”成为当地一石二鸟的生财之道。这些所谓的国家机构利用国家政策的“生财之道”，比新闻事件“抢婴”本身具有更重要的新闻性和社会意义，也引起了公众的深刻反思，即一个具体的行政制度或国家政策，在经过时代变迁和地方或个人操纵之后，为何演变成地方利益集团的牟利工具？

类似的社会新闻案例还有“江西宜黄拆迁自焚事件”、“广州番禺垃圾处理公众抗议事件”、“宁波镇海反 PX 群体性事件”、“广东乌坎群体性事件”等。

^① 见《邵氏弃儿》，《财新周刊》2011 年 5 月 9 日。

财经新闻报道的视角是从“政治与经济学的价值判断”入手，调查采访这些事件发生背后各种与市场经济发展、监管制度、条例、法规等相关的经济因素，即在本章第二节中所阐述的“政府与市场二者之间的辩证关系的新闻价值”。实际上，这些事件的发生确实与当地的区域经济发展现象密切相关，特别是在由政府所主导的城镇化推进和地方支柱性产业发展过程中，如土地拆迁、城市基础设施的建设等，与民众利益发生了激烈的矛盾甚至冲突。

但是，必须提醒的是，并非所有的时政新闻或社会新闻都可以财经新闻的视角来报道。新闻事件的价值判断必须遵循事件内部发展的规律，“邵氏抢婴案”并非一般性的社会负面事件，这是一起典型的能引起重大关注的社会新闻；如果将社会新闻事件都以财经新闻的视角来报道，则可能会陷入“泛财经化”的新闻价值误判，牵强附会的新闻判断只会导致读者的反感。

第五节 法制新闻中的“财经新闻视角”

法制新闻，尤其是有关政府官员贪污腐败的法制案件，不仅是时政新闻的热点，同样也是财经新闻报道的重点内容；但是，二者的报道视角有显著差异。另外，有一些经济犯罪的案件，从法制新闻的角度进行报道与从财经新闻的角度进行报道，仍然略有差异。

本节将以三个案例分析法制新闻中的“财经新闻视角”。

案例概述：

2008年8月13日，44岁的郭京毅被宣布“双规”。北京思峰律所主任张玉栋以及律所原合伙人刘阳也被带走，由此曝出了中国商务部第一大案。2010年5月20日，北京市第二中级法院认定，郭京毅收受人民币441万余元、25万余美元、港币22万余元，以明显低于市场价格购买房产获利人民币165万余元；受贿数额总计价值人民币845万余元。据此，法院以受贿罪判处郭京毅死刑，缓期两年执行，并处没收个人全部财产。郭京毅成为商务部2003年设立以来落马的最高级别官员。

检方指控如下四宗罪。（1）2004—2007年，郭京毅为国美电器公司在股

权变更、反垄断审查等事项上提供帮助，收受该公司分两次给予的人民币 110 万元。(2) 帮忙设立外资公司半价买别墅，检方认定：属于首创集团的一家分公司欲设立外资公司，时任对外贸易经济合作部条法司副司长的郭京毅受托促成此事。郭京毅从首创集团下属的北京首创阳光房地产公司半价购买别墅，获利 123 万余元，刘伟获利 124 万余元。(3) 共同受贿 387 万元助某公司逃避检查，检方认定：郭京毅与许满刚收受巨额贿赂人民币 387 万余元，其中包括人民币 160 万元、25 万美元、港币 22 万元。(4) 受贿 78 万元给律所介绍业务，检方认定：张玉栋多年来以出钱给郭京毅买房、买车为名，分 3 次行贿郭京毅 78 万余元。

这是一起典型的有关政府官员腐败行为的法制新闻，时政新闻的重点报告内容是这几起大案、要案、案中案的主要细节，以及违法行为的重要证据。作为财经新闻报道，犯案的细节是报道重点吗？当然是，但显然不仅仅是。财经新闻关注的焦点是这起腐败案件背后政治与市场的“非正常关系”，犯案的细节和事实的采访与报道都将围绕这个主题展开。

政府的公共管理行为有可能导致或创造了额外的收益产生，这些收益即为“租金”，这种行为叫“政府创租”，一般有“无意创租”、“被动创租”及“有意创租”三种类型。前两种类型的创租行为可能因为制度改革或创新而不得不或意外产生了额外的“租金”窗口，第三种则是因为具体政府机构或政府代言人的动机不纯而故意为之的“租金”窗口。美国经济学家布坎南的“寻租层次理论”对政府与市场之间的“非市场关系”进行了深刻的阐述，他认为非政府机构（如企业）寻求这种权力以获得额外的“政府租金”的活动，即通常所说的“寻租活动”，经常发生在三个领域：一是对政府活动所产生的额外收益的寻租；二是对政府肥缺的寻租；三是对政府活动所获得的公共收入的寻租。

布坎南“寻租理论”的逻辑是，只要政府行动超出保护财产权、人身和个人权利、保护合同履行等范围，政府分配不管在多大程度上介入经济活动，都会导致政府之外人员的寻租活动，就会有一部分社会资源用于追逐政府活动所产生的租金，从而导致非生产性的浪费。

因此，对于上述法制案件，财经新闻报道的关注要点即是对这起案件背后政府与市场的关系进行深度调查和新闻分析，弄清楚这起寻租大案的表现方式

有哪些？体现在哪个寻租领域之中？从当事人的政府身份、机构职能、相关的产业领域政策、国家经济改革的领域等方面揭示这个大案异于普通寻租腐败案件的特殊性，以及形成这种特殊性的制度原因^①。

财经新闻报道的视角可以从以下三个方面切入：其一，分析政府官员们的犯罪逻辑，列出各个大案中涉案人员——郭京毅、张玉栋、刘伟、邓湛、叶军、许满刚、邹林等的人际关系图，以及他们在各个案件中所起到的作用，讨论这些掌握国家机构审批大权的“精英新贵”们的犯罪特点，以及各个机构之间为了共同的私利而心照不宣地“结盟”的原因。其二，新闻还可从涉案的行业特点、主犯特点、受贿方特点等仔细解构这些长达10多年的“设租”与“寻租”的具备专业特质的过程，呈现了“精英”寻租个案与普通寻租案之间的差异性。其三，新闻还要分析与这些案件发生过程紧密相关的外经贸行业发展和审批政策背景，这将提供“监管者为何变成了寻租者”的社会背景和制度背景。

通过财经新闻报道，最终呈现这样一种新闻事件的“本质真实”：商务部官员郭京毅与其相关的同类国家机构的技术官僚联手在外经贸行业发展的各个审批过程中，主动利用职位特权、专业知识和各种工作或私人人际关系构建了一个在政府机构、法律中介、企业三者之间进行“立法设租”、“审批游说”及“企业和中介寻租”等非法交易的无形网络。此案例不同寻常特点之一，即掌握国家机器的国家工作人员为牟私利，利用专业领域的手中特权，在制定和执行国家相关政策的过程中主动“创租”，为不法市场经营者创造了“良好”、“便利”的寻租机会。此案例不同寻常特点之二，即在制定和执行国家政策过程中，各个相关联的国家机构的工作人员利用私人关系，共同结盟犯罪，其涉及行业之多、影响面之广、破坏度之深，鲜有见闻。此案例不同寻常特点之三，即涉及多个国家政策领域，如境内企业的境外上市审批、境外公司在国内开设投资类公司的审批、兼并重组过程中的反垄断的审查等^②。

这些腐败行为产生的领域有一个共同特点，即市场经济规模发展速度很快，但相应的政策和制度却不符合这种发展现状，并存在明显滞后。例如，当时不允许境外公司在国内开设投资类公司、不允许境外企业购买国内企业股份，等等，

① 见《新贵之盟》，《财经》杂志2010年6月7日出版。

② 见《新贵之盟》，《财经》杂志2010年6月7日出版。

显然不符合现实发展，因此企业寻租的冲动明显，很想通过某个私人关系突破制度的禁区。

再看以下两例法制新闻，理解如何从财经新闻视角来报道经济犯罪事件。

案例概述：

河南禹州农民利用两套假军车牌照逃掉高速公路通行费，先被判逃费 365 万元、判处无期徒刑和罚款 200 万元——成为“天价路费”新闻事件的核心事实。2009 年 1 月，河南省武警总队派出军检部门在郑尧高速下汤段，将这两辆军车连同司机带走。同年 6 月，省武警总队警备司令部出具了这两辆货车为假冒武警车辆的证明。收到该证明后，郑尧高速公路的管理公司——河南中原高速公路股份有限公司报案。2009 年 12 月 18 日，两辆车的车主时某因涉嫌诈骗罪被刑事拘留，2010 年 1 月 22 日被批准逮捕。

2010 年 10 月 17 日，平顶山市检察院指控时某犯诈骗罪，向平顶山市中院提起公诉。同年 11 月 19 日，平顶山市中院公开审理此案。12 月 21 日，法院做出判决，时某犯诈骗罪，判处无期徒刑，剥夺政治权利终身，并处罚金 200 万元，追缴违法所得的一切财物。此案立即引起社会关注，为外界称为“天价收费案”。不过，事隔一年，2011 年 12 月 15 日，河南省鲁山县人民法院对“天价过路费案”再次开庭审理，主犯时军锋、从犯时建锋犯诈骗罪分别被判处有期徒刑 7 年和 2 年 6 个月，并分别处罚金 5 万元和 1 万元。一审法官被免职。迥然不同的两次判决使“高价收费案”再次成为新闻热点^①。

这起法制新闻的新闻点很多，为什么公众对高速公路的逃费的法庭判决如此关注？为什么两次法庭的判决存在如此大的差异？司法判决的依据是什么？时家兄弟案情是否另有隐情？或者是司法判决过程出现了什么问题？这些都可以成为新闻问题。但是作为财经新闻报道，对于这个新闻事件的新闻价值判断还是应该从制度与市场的辩证关系入手，前文第二节中所谈到的“市场经济的自由发展”及“公平与效率”的新闻价值都可以用来评判这个新闻事件。

根据这个判断，财经新闻报道视角可从两方面入手：其一，调查新闻事件

^① 见天价路费案专题，<http://news.qq.com/zt2011/368w/>；“天价过路费”为何锐减，<http://finance.eastmoney.com/news/1370,20111217182940394.html>；“天价过路费”“缩水”需要解释，http://news.ifeng.com/opinion/politics/detail_2011_12/13/11285468_0.shtml。

“天价收费案”的发生过程，分析两次判决（先被判“逃费 365 万元、判处无期徒刑和罚款 200 万元”，后被判“有期徒刑 7 年、罚款 5 万元”——笔者注）的原因。其二，对“贷款修路，收费还贷”制度进行起因和影响的分析，这个制度对于区域经济发展过程中的正面影响，特别要分析随着高速公路的快速发展，新兴产业“物流业”也随之兴起的市场分析，还要通过其他国家的高速公路发展的成本收益进行横向对比，分析这个制度对物流产业发展的负面影响。

这个新闻事件的财经新闻报道揭示了这起法制事件背后蕴含着耐人寻味的本质真实，即极具中国特色的“制度背景”。中国利用 20 年时间迅速成为全球高速公路里程最长的国家，最根本的原因是依赖中国“贷款修路，收费还贷”这个国家政策：在财力不足的情况下，通过贷款（集资）等融资形式，通过设立通行费收费站收取车辆通行费偿还贷款的办法来筹集公路建设资金。1988 年，交通部、财政部、国家物价局发布《贷款修建高等级公路和大型桥梁、隧道收取车辆通行费规定》，改变了人们长期以来认为公路是纯公益事业的观点，公路建设由政府单一投资主体向社会多元化投资主体转变，“要想富，修公路；想大富，修高速”的观念已深入人心，并极大地调动了地方政府、交通部门和全社会贷款修建公路的积极性。1999 年，全国人大通过的《公路法》对该项政策进行了法律认定。

2009 年年底，中国高速公路的通车总里程达 6.5 万公里；到 2013 年 12 月，中国高速公路总里程达 10.4468 万公里^①，已经超过了美国的里程 9 万公里，居世界第一位，覆盖 90% 以上的城镇人口超 20 万人的城市，这样高速的建设速度在很大程度上取决于“收费还贷”的制度。不过，全世界收费公路 14 万公里，其中有 10 万公里在中国（含高速公路、一级公路、二级公路），占全世界 70%。中国交通部规定每 40 公里设 1 个收费站，而有些地方规定，高等级公路每 20 公里甚至更短路程就可设 1 个收费站。2007 年 2 月 12 日，世界银行专门发布了一份有关中国高速公路的研究报告。该报告披露，德国目前货车平均每公里过路费是 0.15 美元，中国却是 0.12 ~ 0.21 美元，在车辆通行费所占人均 GDP 的比例中，中国以超过 2% 居首位，也就是说中国司机们所花费的高

① 《2013 年底全国各地高速公路通车里程一览表》20150126，中国高速网，<http://www.cngaosu.com/a/2014/0306/480566.html>。

速费用成本压力超过美、日、德等发达国家^①。

另外，国家审计署的报告显示，“收费还贷”的制度还违规成为地方政府的生财之路。2007 年的有关审计表明，公路在一些地方已经成为政府和一些利益集团的“财路”，众多的违规收费站、大量的违规转让经营权行为，使公路的公益性受到严重挑战。北京、河北等 18 个省份 8.68 万公里的收费公路上，不仅有违规设置的收费站 158 个，违规收费、通过提高收费标准多收费 231 亿多元，而且有 12 个省份的 35 条（段）公路收费期过长，收费高出投资成本数倍乃至 10 倍以上。审计报告还向人们揭露了在公路经营权转让中的国有资产严重流失问题：公路经营权转让中既有大量的地方政府越权和违规审批行为，又有受让方用被转让的公路作质押获取银行贷款，缴纳转让费的投机行为，更有一些项目不经评估或压低转让价格转让出去，然后又高价回购，这一出一进间损公肥私的行为让人看到公路经营已经成为一些地方政府滥用权力的重灾区之一。仅合肥—巢湖—芜湖高速公路经营权转让项目，经过违规压低评估价格出让，两年后再高价回购，就造成损失 12.4 亿元^②。

新闻报道至此，公众读者大概可以明白“天价路费”新闻事件的“本质真相”了。天价收费案的新闻事件体现的是当前中国高速公路收费制度的不合理性，既与高速公路物流业快速发展的现状不相符，又与“贷款修路”的制度宗旨相违背，“还贷收费”的制度不仅增加了物流业的成本，还成为地方政府的非法“敛财之路”，这个制度应该随着区域经济和现代服务业的发展而进行必要的改革。在这起案例之后，有大量财经新闻报道对高速公路收费进行了深入调查和采访，如曝光过期收费的现象、对广东收费公路与免费公路的调查，以及探讨商业性公路如何回归公有化的方式^③。

“天价路费”案例反映当年为节约时间成本而鼓励地方政府多方融资的制度，

① 见《中国式高速公路——世界银行发布中国高速公路研究报告》，《中国公路》，2007 年第 5 期。

② 见《新华时评：10 倍于投资的公路收费哪里去了》，http://news.xinhuanet.com/politics/2007-06/28/content_6304676.htm。

③ 见《央视经济半小时曝光广东公路不合理收费》，<http://tv.people.com.cn/GB/166419/199293/14302394.html>；《广州洛溪大桥收费改革方案 华南干线去番禺少 5 元》，<http://news.163.com/05/0513/09/1JKGB84R0001124T.html>；《华南快速干线不足 8 公里收 10 元 全球最贵被诟病》，<http://msn.finance.sina.com.cn/cjyw/20110519/153487243.html>；《广东省财厅建议购回华南快速公路收费权 回购需 70 亿》，<http://politics.people.com.cn/GB/14562/14679581.html>。

但在经过 20 多年的经济发展之后，并不能适应区域经济和现代新兴产业的发展，现代物流业中最大的支出成本即“高速公路费”，不降低这种成本的支出，物流业的发展将会受到明显的制约。

接下来要分析的这个法制案例相比“天价路费”案例更具戏剧性，这是一起先后审理三次、从死刑到死缓改判的“起死回生”的司法案件，因此引起了公众及专家们的强烈关注。

案例概述：

吴英，女性，中专文化，原浙江本色控股集团有限公司法人代表，因涉嫌非法吸收公众存款罪，2007 年 3 月 16 日被逮捕。2009 年 12 月 18 日，金华市中级人民法院依法做出一审判决。经法院审理查明，被告人吴英在 2006 年 4 月成立本色控股集团有限公司前，即以每万元每日 35 元、40 元、50 元不等的高息或每季度分红 30%、60%、80% 的高投资回报为诱饵，从俞亚素、唐雅琴、夏瑶琴、徐玉兰等人处集资达 1400 余万元；吴英在已负债上千万元的情况下，为延续资金链，于 2005 年下半年开始，继续以高息和高额回报为诱饵，大量非法集资，并用非法集资款先后虚假注册了多家公司。为掩盖其已巨额负债的事实，又隐瞒事实真相，采用给付高息或高额投资回报，用非法集资款购置房产、投资、捐款等方法，进行虚假宣传，给社会公众造成其有雄厚经济实力的假象，骗取社会资金。从 2005 年 5 月—2007 年 2 月，被告人吴英以高额利息为诱饵，以投资、借款、资金周转等为名，先后从林卫平、杨卫陵、杨卫江等 11 人处非法集资人民币 77 339.5 万元，用于偿还本金、支付高额利息、购买房产、汽车及个人挥霍等，实际集资诈骗人民币 38 426.5 万元。因此，法律以“集资诈骗罪”判处被告人吴英死刑，剥夺政治权利终身，并处没收其个人全部财产。

2010 年 1 月，吴英不服一审判决，提起上诉。2011 年 4 月 7 日，浙江省高级人民法院开始二审吴英案。吴英所借资金究竟系用于正常经营活动，还是个人挥霍挪作他用，将成为判决的关键。2012 年 1 月 18 日下午，浙江省高级人民法院对被告人吴英集资诈骗一案进行二审判决，裁定驳回吴英的上诉，维持对被告人吴英的死刑判决。

2012 年 5 月 21 日下午，浙江省高级人民法院经重新审理后，对吴英案做出

终审判决,浙江省高院以集资诈骗罪判处被告人吴英死刑,缓期二年执行,剥夺政治权利终身,并没收吴英个人全部财产。2014年7月11日,吴英死缓减刑案在浙江省女子监狱开庭审理,法院裁定,吴英从死缓减刑至无期徒刑。但吴英坚称无罪,将继续申诉^①。

如此折腾的司法审判事件究竟意味着什么?是司法的不公正,还是涉案的情节及社会环境过于复杂?

从以往同类案件来看,2009—2011年浙江因非法集资被判死刑或死缓的共有9例,犯罪细节相似,金额相当。例如,2009年丽水杜益敏因集资诈骗7亿元被终审判处死刑;2010年台州王菊凤因非法集资4.7亿元被判处死刑;2010年丽水吕伟强因集资诈骗2.6亿元被判处死刑缓期执行;2011年丽水银泰房地产集团非法集资55亿元,季文华被判处死刑,季林青、季胜军被判处死缓。因此,吴英案的首次判决及二审判决都应该是符合同类案件的判决标准的。

但是,这次案件仍然引来了媒体和公众的强烈关注。这种关注或许比案件本身更令人深思。

2012年2—3月,人民日报对此案连发三篇财经时评,即《民间金融地火应在地面引燃》、《谁来拆除民间资本“玻璃门”》、《民间融资如何认识与疏导》^②。这三篇评论分别从民间金融,尤其是民间资本借贷业的发展现状、困境,以及现行制度与现状之间的严重脱节进行评论,呼吁改革者冲破阻碍,必须认识到民间金融的发展已是不可忽视的市场现象,不能简单地用过去的思维进行“围追堵截”,而是应该改革相关制度,疏通民间金融合法的渠道——让民间资本从“地下”到“地面”、“阳光化”;同时又对其进行合法的监督和管理。这三篇评论剥茧抽丝、层层递进、明正视听,对中国民间金融资本运营模式的改革起到了推波助澜的作用。

从财经新闻视角而言,这起法制案件的“本质真实”并非仅仅是案例发生

① 2014年7月11日,浙江省高级人民法院依法公开开庭审理罪犯吴英减刑一案,当庭做出裁定:将吴英的死刑,缓期二年执行,剥夺政治权利终身减为无期徒刑,剥夺政治权利终身。

② 分别刊登于人民日报2012年2月14日, <http://finance.sina.com.cn/review/hgds/20120214/050211371489.shtml>; 2月16日, <http://finance.jrj.com.cn/opinion/2012/02/16063012259408.shtml>; 3月15日, <http://finance.chinanews.com/fortune/2012/03-15/3744683.shtml>。

过程中的细节，如吴英如何利用自己生意的多元化、规模化等美丽的“外包装”欺骗那些债权人，以及吴英在监狱中写出的揭发某些地方官员的“万言书”的详细内容，等等。这些细节在一般的法制新闻中都有可能是重要的新闻事实，而这个法制新闻所映射出的是在中国市场经济发展过程中，当下的国家金融监管制度与庞大的民间现金流通市场发展规模之间的巨大偏差。

实际上，国务院在此前后已经展开了民间金融融资的制度创新。2012年3月28日，国务院常务会议批准实施《浙江省温州市金融综合改革试验区总体方案》，浙江省政府出台了温州金融综合改革实施细则。2012年4月10日，浙江省委书记赵洪祝主持召开温州市金融综合改革试验区工作座谈会，中国人民银行行长周小川在会上宣布正式启动温州金融综合改革试验区有关工作。周小川还表示，温州金融综合改革的要点和重点在于“减少管制、支持创新、鼓励民营、服务基层、支持实体经济、配套协调、安全稳定”2012年5月，温州就已展开了新一轮的“金融制度改革”，改革的核心内容即“民间资本的合法化运营与监督等体系的建立”^①。

“天价路费案”与“吴英案”法院判决的几起几伏，这个过程反映了中国经济发展的复杂性与多元性，已经超出了中国当前的某些司法制度所涵盖的范畴。这些案例的发生，并不能简单归结于中国当前司法制度的某些缺陷，实际上映射的是中国某些经济制度改革的迫切性。

第六节 劳工纠纷事件中的“财经新闻视角”

劳资关系及劳资纠纷是传统负面新闻报道中的重要领域。在企业与员工之间，以往报道多将企业与员工置于二元对立的视角，且企业常常处于负面形象，但是从经济学的角度来看，这并非是简单的“血汗工厂”的“是非”问题。这些频繁发生于“长三角”与“珠三角”等经济发达地区的劳资纠纷，表面是企业主与雇工之间的利益矛盾，但实际情况要复杂得多。

^① 《温州金融综合改革试验区启动 让民资进入金融领域》，人民日报，2012年4月16日，<http://business.sohu.com/20120416/n340632648.shtml>；《中国首个金融综合改革试验区谨慎提速金改步伐》，新华网，<http://finance.people.com.cn/n/2013/0101/c70846-20069199.html>。

在收入增长缓慢且劳动保障低下的环境中，劳资纠纷时有发生。例如，2008 年深圳劳资争议案件达到 52140 宗，占全国总数的 7.45%。拖欠工资、超时加班和不按规定支付加班工资成为劳资纠纷的焦点，其中 99% 的劳资争议案件的当事人是外来工^①。2010 年 5 月 21 日—6 月 2 日，南海本田零部件工厂因 1900 名工人罢工一直处于停工状态，关键的变速箱及发动机零件断产后，本田在中国的四个整车组装厂——本田广州、广汽本田增城及黄埔工厂、东风本田武汉工厂也被迫停产^②。其原因之一即中国员工的工资收入太低，仅为日本员工工资的 1/50。在此过程中，工人与资方数度谈判，并最终在广汽集团负责人的调停和有关专家的协助下，通过民主选举工人代表的方式，与资方达成加薪 35%（加薪 500 元）的协议。

类似的抗议接踵而来。在南海本田工人抗争期间，南海当地另一家本田供应商发生为时不长的罢工，要求加薪。2010 年 6 月 6 日，中国台湾美律实业在深圳的电子零部件生产工厂也发生持续两小时的停工，最终将工人的基本工资上调 16.7%，即从每月人民币 900 元提高到人民币 1050 元^③。珠三角企业纷纷以加薪作为解决劳资纠纷的首要方式，但是涨薪给企业带来的直接影响是人工成本直线上升，有些小微企业为此不得不关门大吉。

“员工跳楼”、“劳资危机”、“企业加薪”成为新闻报道的关键词。

案例概述：

深圳富士康 2010 年 5 月 26 日晚发生一起员工坠楼死亡事件。深圳市公安局通报称，初步认定系自杀。这是富士康科技集团该年以来发生的第 12 起员工坠楼事件，共造成 10 死 2 重伤。5 月 26 日，近百家媒体不约而同地涌到了富士康所在的工业园区进行采访，随即，深圳市政府在 18 时紧急召开了新闻发布会，就富士康今年来接连发生多起员工坠楼事件做出了回应。2010 年 5 月 26 日，据中央电视台报道，富士康公司企业集团董事长兼总裁郭台铭对接连出现的员工跳楼自杀事件表示道歉。2010 年 6 月 2 日，富士康宣布加薪 30% 以上，普通

① 见《涨薪冲击波》，《财新周刊》2010 年 6 月 14 日出版。

② 见《佛山五日》，《中国企业家》2010 年 6 月 25 日，<http://www.iceo.com.cn/zazhi/2010/0625/195658.shtml>。

③ 同 ①

员工月工资从 900 元升至 1200 元。富士康国际 6 月 7 日晚正式公告，增加深圳地区生产线员工的薪酬及工资，将经考核合格的一线员工（含作业员及生产线组长）的基本薪酬及工资由 1200 元调升至每月 2000 元，升幅达 66%。

富士康事件使得中国制造业积累多年的劳资纠纷问题以一系列非同寻常的社会事件的方式浮出水面；紧接着，由富士康率先发起的“涨薪”潮席卷珠三角众多合资企业。涨薪使得劳资纠纷得到部分缓和，但是一些中小型企业的人力成本明显增加，企业的经营又面临着新一轮的风险。

在众多综合媒体的社会新闻记者通过各种包括暗访的方式聚焦富士康的代工企业内幕时，该如何以财经新闻的视角报道这一系列的新闻事件？如果说“血汗工厂”十恶不赦，那么为什么每天深圳富士康公司的门外仍然有长长的应聘队伍？即使出现了跳楼事件，仍然有不少外地务工人员排队想找一份富士康的工作？是不是企业为工人涨了工资，就可以解决这些劳资纠纷呢？

财经新闻报道应该从“效率与公平”的新闻价值来思考这些新闻事件，既要思考劳工利益如何获得公平的待遇，又要思考企业如何通过市场经济的运行获得可以进行公平分配的生产效率及企业收益。

其一，报道视角可从新闻事件入手，还原富士康员工跳楼危机事件中的两个相关利益体，即“劳资双方”的新闻事实，包括员工的薪酬与奖罚机制、生活休闲的福利制度、企业的经营现状、流水线操作流程、企业订单变化、盈利与负债的变化，以及对此类社会事件的处理方式等。查看官方资料可知，企业员工的待遇与珠三角企业的效益相比，其增长幅度是相当低的，中国劳工待遇与发达地区的产业和区域发展速度，以及与中国 GDP 增长模式之间出现了明显的背离。也就是说，公众日益增长的物质与精神的需求与滞后的生产要素分配制度之间出现了明显的偏差。

其二，从产业经济角度入手，结合珠三角的制造业发展路径，调查珠三角的经济发展规模增速与劳动力成本增幅之间的关系，探讨“人口红利”拐点的现实表现；调查企业涨薪对企业经营成本的中期和长期影响。进而，报道应该反映出中国改革开放 30 多年以来所盛行的、凭借“人口红利”获得国际贸易领域中“比较优势”的劳动力密集型生产模式已经走到了边际效益下降的“拐点”。

其三，从问题解决的角度入手，劳资纠纷全球普遍，依靠相关的制度和法律来解决纠纷应该是常规。从国外经验来看，“工会制度”是主动解决劳资纠纷的有效平台之一，但是在中国却成为当前中国劳资关系中最缺乏的一个环节。在劳动市场，供大于求的情况经常存在，这就会形成资方对劳动的买方垄断，而工会的存在正可以代表劳动者的利益。作为卖方的“垄断者”，工会可以控制劳动的供给需求，与资方形成“抗衡力量”，从而影响实际工资偏离均衡工资。但在中国，无论是国企还是民企，抑或是外资企业，一旦工人利益受到侵害，或是与资方发生纠纷，真正能够代表工人的利益与资方进行交涉的力量几乎不存在——在工资协商、劳工权益维护的多个领域，代表工人与资方谈判的工会严重缺位。

若从上述三个视角来报道劳资纠纷这些负面经济事件，新闻报道则为中国劳资纠纷的原因提供了专业、客观和真实的判断与分析，这比单一谴责企业为“血汗工厂”更接受新闻事件的“本质事实”。“富士康”之类的系列新闻，包括“跳楼”事件和“加薪”事件，两个新闻事件都具有明显的“蝴蝶效应”，前者关乎中国劳资纠纷的本质原因、解决方式及工会制度等；后者则关乎中国制造业未来发展的方向与模式的全面改革，因为新闻报道提出了一个宏大的现实问题：中国制造业以往依靠“低工资”而获得利润快速增长的生产模式不起作用了，未来何以为继？

本章小结

本章从新闻的“真实性”及如何理解真实性的表现方式来探讨财经新闻报道所需要的理论认知。新闻报道所包含的要素与事项的事实细节均属于“现象真实”，这是一种单一真相的、碎片化的真实，但不一定就完成了对这个新闻事件本质真实的描述。但在现实中，记者们以为现象的真实性（包括记者现场的活动与见证）可以代替“本质真实”。其实，现实中的经济事件往往是以多角度方式呈现出来的复杂现象，不能简单以一些表象而概之。“现象真实”与“本质真实”缺一不可，这表现在新闻必须还原事件的细节，挖掘新闻现象内在发展的本质规律，追问新闻事实产生的微观原因、中观制度背景、宏观社会发展现状，

以及新闻事件本身的社会意义。

如何探寻新闻的本质真实？将这些财经事件或新闻事件置于中国社会发展和经济体系运行的宏观背景下，也许才有可能比较全面地呈现出多重的新闻价值，同时也才有可能接近新闻事件的本质真实。这需要理解并剖析财经事件的多重新闻价值，即是说，以财经视角来判断这些新闻事件具备哪些新闻价值。一般来讲，如果新闻事实呈现了如下三类新闻价值则值得报道：一是新闻事实呈现了市场经济“看不见的手”的决定性作用；二是新闻事实呈现了政府与市场的辩证关系；三是新闻事实呈现了公共社会的“效率与公平”。

财经新闻报道的目标受众是谁及为何也是需要思考的问题。不同的媒体机构会因为自身的主管部门、媒体机构的市场定位、信息资源的来源等不同而拥有不同类型的目标受众。但是，优秀的财经新闻报道对目标受众应该有一个更加清晰的认知，并且这种认知应该建立在新闻专业工作者对新闻报道的公共性的理解与尊重之上。本书认为财经新闻报道最根本的目标和责任应该是保护那些无法亲自观察和监督公司管理者及资本持有者之行为的普通公众，使他们免受市场谎言的误导和伤害。

本章还从财经新闻报道视角分析了如何对社会新闻事件、法制新闻事件及劳工纠纷事件进行综合报道。

第三章



财经新闻报道的研究型方法

关键词：研究型方法 数据库研究 逻辑分析 数据分析

本章核心问题：互联网时代的财经新闻报道范式面临哪些挑战？财经新闻报道与社会学研究范式有哪些类似之处？后者可以给我们哪些启示？如何建构财经新闻研究型的报道范式？有哪些具体的报道方法？如何了解新闻事件的“前世”与“今生”？如何厘清新闻事实在事件发展过程中是属于基础性的必要条件还是属于个性化的充分条件？如何分析与报道数据信息？数据分析是如何建构新闻问题的核心证据的？

社会事件之所以成为公众所认可的新闻，必须具备两个基本稳定的核心要素：一个是内容的真实性与新鲜性；另一个是传播形式上的及时性和公开性。

何为“新鲜性”？一般是指公众认为最近发生的一件重要的事，或公众十分关心的一件事。何谓“及时性”？一般是指新闻媒体记者尽可能在第一时间内进行新闻报道并公之于众。具体来讲，社会新闻报道、突发事件报道或政治事件的报道，报道的主体是新闻事件本身，报道内容的核心是新闻现场的重现，沿袭“我在现场”的新闻触角展开新闻报道，追求事件的时间性、重要性、显著性、接近性和趣味性。

如何将一个财经现象转变成一件值得报道的新闻事件？或者说，在财经事件发生之前如何对某些经济现象有预见性的判断？这些问题都经常考验着财经新闻编辑、记者的新闻敏锐性和新闻判断能力，也是每个财经新闻编辑部里每每必须讨论的重要话题。

第一节 财经新闻报道面临的挑战

随着互联网的强势介入，以及伴随着各类网络新闻实践的出现，从专业新闻活动而言，如何维系和延展新闻专业工作者报道新闻的专业价值和时代意义，同样是新闻从业者必须思考的问题。现在，社会上流传着一种观点，认为当下专业新闻工作的价值日渐式微，新闻工作者不再成为一个被社会需要的职业群体。

毫无疑问地，互联网时代的新闻报道，尤其是财经新闻报道面临着三个挑战：

其一，互联网时代的新闻信息特质发生变化，即新闻信息的生产与发布不再是新闻专业工作者的“垄断品”，而是由其与受众共同参与完成的合成品，UGC、PGC等参与式新闻在互联网时代十分普遍并获得了消费市场的认可，对于财经新闻来讲，数千个微信公众号以PGC的方式提供了既快又好的专业信息，这些看上去不像“新闻报道”，但专业程度很高的信息供应商极大地挤出了传统财经新闻报道的市场占有。

其二，由于智能手机所驱动的移动终端的便利性，受众的各种需求被无限激发出来，这些需求同时又以技术介质作为载体，因此这些需求带有鲜明的“介质”特征，传统的新闻内容及表现形式显然不能满足这些介质的技术参数。

其三，较之一般新闻报道而言，中国当下新闻事件发生的宏观环境以及各种经济性和非经济性的复杂社会因素也为财经新闻报道的专业主义实现方式带来了鲜明的挑战。财经新闻活动的认知并不仅仅限于提供事实性的信息，还应提供建议性和意见性的信息。

财经现象无处不在，但是，并非每一个财经现象都值得去做新闻报道，若将一个财经现象或事件“演变”成一件值得去报道的新闻事件并非易事。这是因为财经新闻的“突发性”和“事件性”远不及时政新闻或社会新闻。其次，即使有一件重要财经新闻发生，财经新闻记者即便像采写时政新闻或社会新闻一样去采写“新闻现场”的即时信息，也不可能满足公众的需求；公众可能更迫切地想知道这起财经事件发生的原因以及有可能带来的风险。如本文在第一章中所述，公众对于财经信息的需求，即希望财经新闻报道能解构新闻事件背后有可能蕴含的政治、经济、文化等复杂多元因素，同时也希望财经新闻报道承担着经济社会中的“风险预警”的效用。

报道能否传播“建议性”和“意见性”的信息成为公众衡量财经新闻报道是否有价值的重要标准。但是这并非意味着新闻报道“好为人师”或进行“媒体审判”；这种意见性的新闻信息是基于新闻事实信息和新闻活动规律的客观认知；也正因为基于事实和规律，这种意见性的信息才有可能成为社会和公众都不会拒绝的、其实也是迫切需求的认知。从实践观察而言，这些意见性的新闻认知，往往能驱使公众、社群和政府机构等相关利益方理性思考、平等交流、及时沟通。

那么，如何使财经新闻信息具有理性的、客观的“意见性信息”的功能？“意见性信息”是一种理性的信息。社会学家赫伯特·甘斯在对美国新闻界经过田野调查后发现，大多数新闻从业者相信，意识形态是故事选择与生产过程中的一大障碍；意识形态鼓吹者有可能成为“怀有私念的教条主义者，这样使得他们只乐于选择并报道那些可能促进自己意识形态利益的新闻故事……以至于过于僵化而且无法运用消息来源与适宜性等因素，特别是平衡原则”。一位将意识形态置于新闻议程设置的重要决策地位的新闻从业人员，可能也是一位乐于观点争论而无法将报道的客观性与真实性实施到位的工作者——这样的报道很难用“理性”来评价，因此也很难成为一种能为公众所接受的意见性信息。

可是，在现实语境中，意识形态并不能完全做到摒弃，新闻工作者不可避免地对新事件有着先验式的意识形态认知，并且这种意识形态总是以某种价值卷入的方式体现/隐匿在字里行间的微观细节之中。那么，如何做到意识形态的合理存在呢？甘斯认为，那些被认为是意识形态化的结论或观点若能得到证据的有力支撑，它们就能够得以保留。因此，笔者认为，除了理性的态度，意见性的信息还应该是新闻报道者通过类似社会科学研究式的方法而生产的信息。

从实践来看，财经新闻报道在采访之前，编辑与记者确实需要对新闻事件进行详细分析与研究，这包括要阅读大量与财经事件相关的文献资料，收集大量的公开数据，还要对这些资料进行梳理、甄选等基本分析，以期提出合适的新闻问题并随之展开采访与写作的工作。

的确，如果将财经新闻报道行为与社会学研究范式比较，也许能找到许多相似之处。从社会科学研究角度而言，学者们的研究要满足三个基础目标：探索、描述和解释。这三个目标实际上也建构了社会学研究的行为方式和研究过程。首先，多数社会研究均是针对某一个议题进行探讨，并提供对该议题的初步认知，这些议题有可能来自某些研究结论未尽之处，有可能来自现实，也有可能来自历史未解之谜。探索式研究很有价值，研究者常常借助探索性的研究获得新观点和新思路，探索性研究需要创新性。其次，研究者通过细致而严谨的方法论将观察到的事物尽可能精准地描述出来，如人类学的民族志研究。最后，研究者还会对所探讨事物存在的理由及其所隐含的意义进行解释和讨论，如调查中国城市房地产价格多年来的变化幅度，这是一种描述性的研究工作，但要寻找造成房地产价格变化的原因是解释性的研究，在这种解释性的研究框架中，我们试图找到一些因素（自变量）来解释既定现象的变异，还有可能对一个案例进行完整的描述和深度的解释。

财经新闻报道的目标在社会学研究的三个研究目标中都可以找到对应。首先，探索是新闻报道者的本能，财经新闻报道是在市场经济的常态中发现、挖掘那些不寻常的人、现象或故事；其次，财经记者还必须对这些新闻事实和新闻发展的规律进行真实而客观的描述；最后，财经新闻报道还需要对这些事实进行深度的解释，并且这种解释还必须体现出中国经济发展的一般性和特殊性。

笔者多年来对中国近百个财经新闻报道案例进行研究，参照社会科学研究的方法论，从探索、描述和解释三个基础目标出发，经研究发现，财经新闻报道也包含着三种类似社会学研究的方法：（1）通过“数据库”的收集与分析发现新闻问题；（2）运用逻辑方法对财经现象进行描述；（3）运用财经数据进行分析与解释。

第二节 “数据库”研究与新闻问题的发现

关键词：历时研究 截面研究 积累式 联想式

社会科学的研究设计要确定观察的角度、研究的对象及研究的目标，针对研究设计中的时间问题，研究者有两种主要的选择：历时研究和截面研究。

历时研究是一种跨时的观察同一现象的研究方法。也就是说，分析这个研究对象或研究现象的历史过程，如查找历史文献，还有大多数的实地研究，包括直接观察和深度访谈，都属于历时研究。

截面研究与历时研究相反，是指对研究对象在某一个时间点上的总体或现象的样本进行这个截面的研究，相对于研究对象或研究现象动态的发展过程来看，截面研究好像某个时间点上的定格，以静态但深入的方式了解研究对象的特征。但是截面研究并不能带来研究对象在其他某些时间点上的研究观察。

从大量的报道案例来看，财经新闻报道经常使用类似历时研究和截面研究的方法。

中国财新传媒调查记者于宁在中山大学为新闻系本科生上课时，曾经讲过一个小故事。2008年11月19日晚间，“内地首富”黄光裕因涉嫌经济犯罪被北京警方带走调查。仅仅事隔20天，12月8日，于宁和同事便发表了长篇深度调查报道——《黄光裕迷雾》。文章梳理了黄光裕公司发展的两大类历史轨迹，第一类新闻信息涉及黄光裕的国美公司的发展，其中涉及门店经营和房地产经营，尤其关于黄光裕及家人如何利用公司的投资类业务进行“资本挪腾”。第二类新闻信息围绕国美企业收购国有上市企业中关村股权的核心新闻事件，梳理收购的过程，以及中关村股权收购价格因为市场变化而产生超高溢价的过程。

记者梳理第一类信息其实就采用了类似历时研究的报道方法，黄光裕有关企业资本运作的历史发展过程，提供了黄光裕经营的特殊性，使得读者对黄光裕多年来进行资本经营的过程一目了然。特别是收购国有上市公司中关村而进行多方筹资的过程。第二类信息则采用了类似截面数据的报道方法，聚焦新闻事件发生的时间点，对这个时间点上的国美企业和另一当事人中关村进行比较，多角度的信息挖掘使得读者对黄光裕持续进行融资的客观原因有一个了解。两类信息合在一起，一个比较全面、深入、客观的调查报道就基本成立了。

此文一出，媒体纷纷惊讶于宁团队如此准确的判断力和速度：财经怎么可以半个月就写出如此重磅的文章？！于宁笑答：“当然不可能半个月就写出来。国美企业的发展，我跟踪报道了多年！”

新闻报道的直接对象是新闻事实所包含的表征信息，当财经事件发生并成为新闻后，记者和编辑掌握越多的有关新闻事实的信息，公众就越可能对新闻事实产生更多、更深入的了解。但是，由于新闻产品有发表时间的限制，若想在最短的时间内向公众传递更多、更有价值的新闻信息，编辑、记者“临时抱佛脚”是办不到的。于宁的故事给出了一个基本解决模式：根据新闻事件或新闻人物收集并分析其历史数据，从中寻找新闻事件发展的历史轨迹。收集资料的过程也是对散乱碎片的信息进行筛选、核实和对照，并从中发现或提供新闻问题的过程。

也就是说，当财经事件还未成为一个新闻事件时，如果新闻工作者就对其各种相关信息，包括各种数据、公司或产业发展过程中的小事件等相关信息进行有序的积累，那么即使这种积累可能是一种即时无用的积累，看似琐碎，但是，在关键时候——往往是新闻事件发生之时，将会为记者的新闻判断力提供最详细、最真实、最准确的事实和根据。这种历史轨迹的分析还可以“顺手”成为深度报道的重要组成部分。

结合社会科学的研究方法论及现实案例的经验分析，本章将归纳出财经新闻记者制作属于自己的“数据库”的途径：一是参考历时研究的方法，积累式收集并梳理重要领域的各类信息和数据；二是参考截面研究的方法，对核心新闻信息进行联想式收集。通过这两种途径建立财经数据库，再通过对数据库资料的分析发现和提炼新闻问题。

第一小节 重要领域信息的“积累式收集”

重要领域信息的积累式收集是财经新闻报道的必备“基本功”，是在追求新闻作品的速度和质量的双重竞争中极其重要的“火眼金睛”和“后备粮草”——通过这些整理，既可以提前发现一些不合常规的或违背市场常识的蛛丝马迹，并且在新闻事件发生之后，又可以通过这些资料尽快地进行跟踪报道，挖掘其历史原因和背景素材；在深度调查的采访条件不成熟或严重受阻的前提下，这些数据库就有可能成为“制胜法宝”。一般来讲，一位优秀的财经新闻报道记者和编辑，通常在平时就会习惯性地以新闻事件的发展时间序列为“纵轴”，以同一时间所发生的相关事件为“横轴”，整理这些零零碎碎的信息，建立一个属于自己的财经信息“数据库”。

重要财经领域信息的积累式收集主要通过如下3种途径。

第一，碎片式整理，以重点公司（一般以规模企业为主，或行业排名前十名的上市公司企业）或重要产业（一般以国家支柱性产业和新兴产业为主）为索引，收集并整理其公开信息，有可能是公司规模发展、财报信息、公告信息及公司各类新闻报道等。

第二，历史文献资料查询，以阅读大量文献资料来获得目标公司或重要产业、相关制度的演变改革等的历史轨迹。

第三，“小道消息”，即通过私人关系收集的非公开信息。

简而言之，有以下五种具体收集方式。

（1）阅读和积累各种复杂事件的数据与信息：宏观数据、大公司的变动（至少是各行业排名前十名的企业）、改革开放以来国家宏观调控政策变化（特别是关于金融产业改革、国家支柱型产业政策调整，以及国家社会保障体系改革、互联网科技）等。

（2）公开信息来源（必须注明出处）：官方信息汇编（官方统计、官方报告）、商业信息（公司招股书、上市公司财务年报、公司公告与声明）、权威媒体的统计分析数据、图书馆的数据库（新华社的数据库、国家统计局数据库、中经数据等），以及可以公开使用的其他国内外专业数据库。

(3) 动态信息源：新闻发布会、记者招待会、新闻午餐和财经高峰论坛。

(4) 偶然信息（小道消息）：业内人士、公司或机构的高层或接近高层的人。此类消息必须经过反复核实和多方交叉核实。

(5) 非利益相关的信息：学术研究机构、具有中立态度的智库机构，以及其他多边机构（如国际货币基金组织、世界银行、地区发展银行、联合国机构、世界贸易组织等）。

通过如下两个案例的解析，看看记者是如何进行信息的收集与梳理的。

案例概述：

深度新闻调查报道——《黄光裕迷雾》及同期相关文章发表于2008年12月8日，本文报道的新闻由头是2008年11月19日晚间，“内地首富”黄光裕因涉嫌经济犯罪被北京警方带走调查。11月26日，黄光裕的胞兄、新恒基集团董事长黄俊钦，以及中关村科技发展（控股）股份有限公司（深圳交易所代码：000931，以下简称“中关村”）董事长许钟民亦因涉嫌经济犯罪被调查。

涉及此案件的不仅有黄光裕等人，还有中关村相关负责人。本文从案件所涉及的各方进行详细的历史数据和多维信息分析，既有黄光裕与中关村产权重组的过程，又有黄光裕属下公司各个资产组合及股权更替的过程；其间，黄光裕利用属下各类资产进行烦琐的股权收购和更替，等等。这些过程错综复杂、交替而行，且历经时间长达数年。因此，如何梳理这些复杂过程的详细运作轨迹，便成为解开黄光裕是否有涉嫌操纵市场的非法行为的疑团的重要手段。

事隔18个月后，2010年5月18日，黄光裕案一审宣判，北京市第二中级人民法院认定黄光裕犯非法经营罪，判处有期徒刑8年，没收财产人民币2亿元，犯内幕交易罪，判处有期徒刑9年，罚金人民币6亿元，犯单位行贿罪，判处有期徒刑两年，三罪并罚，决定执行有期徒刑14年，罚金人民币6亿元，没收财产人民币2亿元。

此时回顾这篇《黄光裕迷雾》，读者发现此文分析不乏先见之明！为什么？请看此文所展示的四个重要的“数据库”。

第一个数据库，通过公开信息简要整理黄光裕的发家历史，包括其家庭人

员持股变化的过程，这些信息涉及之后的公司大股东的变更，属于核心事实的背景资料。

第二个数据库，通过以前新闻报道和相关机构的公开信息，以 2004—2006 年的时间节点为纵轴，整理新闻事件的核心事实“4 亿元不良资产贷款”的出处，包括如下历史变迁：

2004 年，“北京中行在不良资产剥离中，将黄俊钦兄弟历年来以其他公司名义贷出的部分贷款，明确至鹏润和‘新恒基系’公司的名下，列为可疑类资产。这部分贷款总计 4 亿余元，随中国银行的整个不良资产包出售给信达资产管理公司，以账面资产的 23% 计价。”

2005 年，“信达将上述 4 亿余元不良贷款单独打包出售。四家竞标者中，有两家公司与黄俊钦兄弟密切相关，有消息称其法定代表人均为其母亲。其中，一家公司以账面资产 40% 的价格中标，据称中标价与标底相差无几。然而就在交易手续接近办妥之时，银监会予以否决。”

2006 年 5 月，“信达再次公开招标出售北京地区不良资产包，在其中一个账面资产总计 15.28 亿元的资产包中，再次包含了上述 4 亿余元不良贷款”。

2006 年国庆前夕，“公安部启动了对黄俊钦私人拥有的地产公司‘新恒基系’的立案调查，查封其全部资产，初步官方调查结果显示，至少有 13 亿元的问题贷款在鹏润和新恒基之间密切流动，最终流向境外，形迹可疑。”

第三个数据库，是本文的关键数据。通过公开的历史文献信息和上市公司的财务信息，整理黄光裕属下公司的股权组合及变更轨迹，目的是为了弄清黄家各项资金的走向，寻找有可能进行市场操纵的蛛丝马迹。

作者以一个信息图表为读者直观地解释了黄光裕集团 2008 年以前的主要资产、资产控股方、资产走向，其中，读者可清晰地发现黄光裕的核心资产之一——“鹏润投资”的投资活动是相当活跃的，几乎充当了黄光裕所谓的“资本帝国”的“特种部队”。

第四个数据库，也是本文的关键数据资料。记者以时间为纵轴，通过公开的新闻报道和历史文献资料整理另一个核心新闻事实——“中关村”股权重组过程，以及黄光裕在 2006 年 4 月—2008 年 5 月从最初的高调收购到后来的随

着中关村股价攀升而造成“骑虎难下”的局面：

2006年3月底，“当时中关村高达31.2亿元的CDMA担保问题获得五部委批文，有望解决。”

2006年4月4日，“北京市住总集团与黄光裕旗下的北京鹏泰投资有限公司签署了15%的股权转让协议，每股作价0.78元，略高于2005年的每股收益0.74元。此后的重组进展却坎坷不断。黄光裕除了买壳，还付出近10亿元资金与银行达成债务和解，购买中关村资产使其达到股改时承诺的每股收益。尤其是CDMA担保纠纷，直至2007年年底才达成解决方案……”

2007年9月28日，“中关村在14.76元的高价停牌，以锁定重组成本。孰料此后A股价格如瀑布般下跌。”

2008年5月7日，“中关村复牌后公布了180亿元的地产注资计划——中关村向控股股东鹏泰投资及一致行动人以14.67元/股非公开发行12.27亿股（总计180亿元），用于收购鹏润地产。中关村股价当日收于16.24元，5月8日达到17.80元的最高价。”

2008年8月28日，“中关村董事会决定放弃该重组计划，并按规定三个月内不再提交新的重组计划。”

通过上述四个数据库的资料分析，记者通过采访相关市场人士做了一个简短的总结：“一位投行人士向《财经》记者分析称，‘黄光裕的一个上市原则是，必须对公司具有绝对控股权，即控股66%以上。因此他的目标是至少认购中关村12亿股新股，因而所需注资资产估值必须要达到180亿元，然而鹏润地产几个项目的估值最高不可能超过100亿元。’这一以虚高资产换虚高股价的方案，常人很难付诸实施。但在分析人士看来，黄光裕这一做法和当初他以鹏润大厦的三间物业置入京华自动化（国美电器前身）来换取股份如出一辙……”

行文至此，作者已向读者呈现了一个比较全面的、纵深的国美企业的发展特点。

这篇调查报告并非涉及新闻现场的再现过程，亦无当事人的采访与记录，但这篇文章围绕核心新闻事实所建立的四个数据库，资料翔实、分析合理，将黄光裕进行各种资本兼并重组过程娓娓道来，也对黄光裕在收购案末时骑虎难

下的前因后果有了一个基本了解，从而为读者提出了比较详尽的黄光裕所谓的“资本帝国”的发展脉络。再比较当时其他媒介的大新闻报道，仅报道黄光裕被调查一事，有些报道虽然涉及黄光裕对中关村介入资本的背景信息，但信息量薄弱、分析单调，相比之下，《黄光裕迷雾》的分析报道则显出相当分量。真可谓“拨开数据见真相，迷雾并不‘迷糊’”；更重要的是，这些分析所得与 18 个月后的法律判决异曲同工！

由上述案例可以总结得出，为支柱型产业（及关联产业）的重要公司建立基本的“数据库”是必不可少的。2009 年，国家产业政策首次将电子信息和物流业纳入属于国家支持的支柱型产业中，国美公司是中国零售业中领头的规模企业，与电子信息业和物流业紧密相关，且为中国香港上市公司，其所属资产包括各个门店及其他涉及地产业和投资业的诸多公司，公司员工 10 万人以上。这样的企业是值得进入财经“数据库”的重大公司，其公司的公开信息——源于新闻消息、公司公告、公司财务年报都是必须收录的重要信息，因为都有可能为发生的新闻事件提供丰富的背景素材。

重点公司的投资领域也是重要信息，国美企业是一个比较具有代表性的中国式民营企业：发展迅速，规模化经营，爱好投资其他同样发展迅速且高利润率的领域，以兼并或重组方式达到控股目的，从而扩大其资本规模，如房地产业和高科技产业。但是，由于这些投资领域与其核心资产领域关联度较低，若不进行有关其投资产品、时间和规模等信息的收集，则无法掌握其资本的流动趋势及可能产生的操纵市场的蛛丝马迹。

此外，该公司由于经营业务跨度广、分支机构众多，其股权发展和更替错综复杂，找出其中的各种历史渊源，对其公司的经营模式将会有更加清晰的认知。

《谁的鲁能》是另一篇在社会上引起巨大影响的有关中国电力业发展的深度调查。

案例概述：

山东鲁能集团是一家大型的国有企业，2006 年 7 月，根据国家统计局山东调查总队的统计，截至 2005 年年底的数据显示，鲁能集团总资产为 738.05 亿元，位居山东榜首，其是集煤电、矿业、房地产、工程建设、金融、体育俱乐部于一身的“鲁能王国”。

1998—2006年，在未上报国家主管部门及未经第三方机构公开审核的情况下，违规进行频繁的产权变更，经历了职工持股和退股、关联企业的兼并重组及最后隐秘“私有化”的过程，使得700多亿元国有资产的产权归属成为一个谜案。

鲁能集团的产权曾经历2次变更，也在2003年被媒体报道引起业内关注。事实上，职工持股现象并不囿于电力行业。在铁路、电信等国有垄断领域，职工持股问题同样相当普遍。在20世纪90年代，职工持股曾一度作为股份多元化的改革尝试受到鼓励。

此篇报道的主笔（记者）之一，时任财新传媒记者的王晓冰曾谈到当年采写这份报道的艰难之处。此篇报道来源于一位行业专家的实名举报。举报的事实涉及电子企业职工持股的问题，但这已是“老生常谈”，2003年《鲁能暗推民营化——31亿员工集资控制360亿国有资产》一文报道此类事件并引起了业内的广泛关注。但是举报信中还有另一件事，即“鲁能集团产权被隐秘私有化”，不过，记者经过多方采访，仍未获得有价值的信息和数据。那么，报道应该如何进行下去呢？

据王晓冰回忆，报道小组查询了多种历史文献，以及其他许多数据和文件资料，并对这些信息进行梳理与分析，最终写出了一组尽管仍不能得出结论、但仍然极具高参考性的新闻分析报道——《谁的鲁能》。

该新闻涉及两类历史文献资料：一类涉及中国电力产业的改革过程，尤其是产权改革及厂网分离的经营模式；另一类涉及在前述电力改革中，各个国有大型电力企业的改革的具体模式，以及由此带动的职工持股的过程。在该案中，鲁能企业内部的产权改革及职工持股是一种怎样的过程呢？

该新闻个案还涉及产权更替的历史过程，即举报信中所提及的鲁能集团的国有资产流失问题，收购鲁能集团的那两家民营企业有何资本规模和资本背景，为何能成为鲁能集团的绝对控股股东？这也是值得关注的核心事实。

下面分析这篇报道通过查找历史文献资料所建立的如下三个“数据库”：

（1）通过阅读历史文献资料，梳理中国电力企业产权改革的政策和市场演变，了解鲁能企业产权变更的历史背景。① 20世纪80年代中期，国家出台了

“集资办电”政策，号召各类投资主体投资发电企业，鼓励大、中、小电站一起建设。由此，电力系统职工开始通过电力多种经营企业投资发电机组。② 20 世纪 80 年代末期，用电指标一度紧缺，一些多种经营企业依靠倒卖指标起家，完成了“第一桶金”的积累。③ 2001 年中央启动电力体制改革，其改革核心“厂网分家”模式打破了多年集发电、配电职能于一身的国家电力公司及下属各省公司的垄断地位：原电力系统仍然能够以垄断地位掌握电网资源，旗下电力资源则划归国家五大电力集团公司（华能集团、大唐集团、华电集团、国电集团和中电投集团）。④ 2002 年，职工持股成为电力系统的产权改革的主要方式，山东鲁能公司、贵州金元公司、江苏苏源公司、四川启明星公司、宁夏英力特公司等各省电网公司依靠职工持股获得原始资金积累，发展成为横跨多个产业的大型公司。⑤ 2003 年 8 月，国资委、财政部、发改委联合下发了要求“暂停电力系统职工投资电力企业”的国资 37 号文，认为电力系统职工持股问题明显，如违规实施国有电力企业职工持股改制；企业改制未经中介机构进行财务审计，国有资产未经评估或未通过公开竞价方式出售；国有电力企业的利润向电力系统职工投资的企业转移等。文件明确规定“为规范电力市场秩序和企业改制工作，防止国有资产流失”，须“暂停电力企业职工投资发电或电网业务的电力企业”，并做出五条严格规定。其中，第四条明确指出“违反国办发〔2000〕69 号文件有关规定的投资和交易活动一律无效”。

（2）通过查找企业的历史资料，梳理山东鲁能集团内部产权制度改革（产权变更）三个阶段：1999—2002 年山东鲁能集团实行第一次职工持股和退股；2002—2005 年年底实行第二次职工持股；2006 年全年进行第二次职工退股，随即集团启动了国有产权“私有化”的过程。

（3）通过梳理两家意欲收购的民营企业的发展历程，主要是这两家公司内部股权、股东身份历年的变更过程，根据梳理的结果呈现出这两家公司的背后均有民营集团“明天系”的影子。同时，有一家公司的股东与鲁能集团的某些高管有直接或间接的关系。

《谁的鲁能》发表后，电力职工持股、产权私有化等国有企业产业改革的问题引起了中央高层和各主管部门的重视。2007 年 12 月，根据国务院国资委的要求，鲁能集团产权“私有化”交易被撤回。2008 年 2 月 4 日，鲁能集团的“产

权私有化”计划正式宣告取消。2008年4月，国家电监会等四部委联合发布了《关于规范电子系统职工投资发电企业的意见》，电网职工的企业内部所持股份开始全面清退。2008年7月下旬，国家审计署结束了对电力系统的大审计，结果显示，因职工持股而引发的关联交易成为电力行业的一个重点问题。

本案例涉及中国“国有企业”改革这一重大的财经领域。其中，国有企业改革中最核心、最困难，也是最易出现问题的即“产权改革”。产权改革不仅是一个经济问题，更是一个历史问题。因此，在涉及国有企业改革的新闻事件时，收集与整理中国各个产业改革的历史文献资料是不可缺少的。

本案例还涉及重大国有企业的具体改革历程，同时这种改革历程既带有企业本身的特点与个性，又具备相当的普遍性，其产权更替的每一个具体信息、数据、事实等，都关系到如何评估产权改革的效果，这种效果关乎企业的经济效益，更关乎产权更替的公平性与合法性。

此外，国有企业的产权改革还有一个核心因素，即产权的最终归属者。这些最终所有者获得国有产权的过程是否公平、公开与合法？这些所有者是否具备使企业获得继续发展的能力和资本规模？这些预测性的分析，有时只能依靠历史信息与数据分析。

这个案例体现了财经新闻采写的重要特点之一，即新闻报道不仅建立在一般性的新闻采访过程中，亦建立在对复杂事实、数据与信息的收集、整理与分析之中；在新闻采写外部条件不成熟或不完全时，后者显得尤其重要。

第二小节 联想式信息收集

历史信息的收集与梳理有可能提供新闻事件的“前世”，但这些信息可能是琐碎的、随意的、个性化的，新闻信息之间缺少有效的关联，往往还有可能漏掉某些重要信息。围绕核心新闻事实在新闻事件发生之际寻找与之产生逻辑关系的各个因素，这种联想同样也显得很重要。这与社会研究方法中的截面研究类似。换句话说，如果将新闻事实当成一个因变量，那么截面研究方法可以帮助研究者寻找与这个因变量关联的诸多自变量。

哪些信息是相关联的呢？

在如今信息技术高度发达的时代，人们对信息的掌握，以及对其关联度的推理有时近乎到了神奇甚至有些神经质的地步。例如，2011 年日本发生大地震及核泄漏事件，中国不少人居然马上去抢购食盐。关于中国人抢购食盐的新闻，网上流传一个笑话：大家都在排队购碘盐，包括一些年轻人，但除了一位老太太。有一位年轻人问老太太：您为什么不排队买盐？老太太说：我买什么盐呀！非典那时（2003 年——笔者注）买的盐还没吃完！这个笑话告诉我们，中国人排队买盐的逻辑是基于一种似是而非的常识——碘盐具有抵抗流行疾病的作用，因此购买碘盐成为自我防卫的一种方法。但是从医学角度来讲，这个结论显然不准确，当时就有新闻告诫大家碘盐并不能帮助人体抵抗辐射物，相反，若吃多了对人体还会有害。

其实，真正具备逻辑关系的联想并非漫无边际，从一些优秀的财经新闻报道中，我们可以发现产生联想的信息之间的逻辑关系紧密相关，层层推进！信息的联想式收集则需要依据核心信息进行发散思维，将与之有任何关联的信息进行收纳与归总，然后经过发散式分析。一般来讲，发散式思维的思考轨迹是依据各种知识、规律、原理，以及在上述知识积累的基础上通过直接或间接的经验进行发散联想。

例如，某天位于南美洲沿海某国的巨型火山爆发了。这条信息的核心事实是：巨型火山爆发、南美洲沿海某国。发散式思维的联想轨迹至少有如下两条：

（1）核心信息“巨型火山爆发”，联想轨迹可以自然灾害的发生机理为方向，思考引起的当地地理环境的生态如何变化，天气如何变化，以及沿海是否引起连锁灾害反应，如地震或海啸。

（2）核心信息“南美洲沿海某国”，联想轨迹依据是“国际贸易的规律”：政治与军事、资本规模、大宗物品、金融市场对国际贸易的影响，思考这个国家是否是大宗物品的进出口大国（大宗物品包括石油、天然气、粮食等）；出口国家是哪些，以及这些物品的价格是否波动。

这则新闻的后续事实是这样发生的：由火山导致气候异常，使某个东方大国从南美洲某国购买粮食的计划缩减，转向北美洲某大国购买，但这种购买价格显然比南美洲某国价格高出许多。东方进口大国由于缺乏资金，只好抛售黄金以换取更多现金，从而导致国际黄金价格的下跌，进而引起各国货币汇率的

波动，进而引起各国经济增长率的波动，等等。

显然，第二条联想轨迹与财经现实更接近一些。

在财经新闻报道的逻辑关联式的信息收集过程中，我们经常需要运用到各种自然科学和社会科学的知识，如微观经济学、宏观经济学、制度经济学和产业经济学、金融学或管理学等。除此之外，关于政治形态与民俗文化的相关经验，都可以成为展开逻辑联想的辅助工具。

从实践来看，一位有丰富经验的新闻记者，当新闻事件发生后，他就能通过上述知识和经验迅速地展开逻辑式联想。

具体而言，有如下两个步骤。

第一步，确定重点领域的重点人物/公司/产业作为“信息核心”。它有可能是一个著名的能代表行业发展趋势的公司，如微软、三星、华为、阿里巴巴等；有可能是这些公司的实际领导者和执政的CEO；也有可能是某个民众非常关注的政策领域，如中国“异地高考”、“铁道部”、“公立医院改革”等。

第二步，依据各种经济学知识、中国当代社会活动规律及现实经济环境，围绕这个核心信息主体建立具有因果逻辑关系的“利益相关体”。从宏观现实环境来看，中国财经现象大多离不开“政商环境”和“市场环境”，前者包含各种商业活动与政策、政府与行政机构之间形成的各种关系，后者包含在市场经济的环境下，各个经济主体之间相互形成的各种关系。

通过案例分析，我们来理解如何进行联想式的信息收集与梳理。

中国高铁建设万众瞩目，因而成为财经新闻工作者眼中的一个核心信息主体。有关高铁的各类信息，官方公布、新闻报道多如牛毛，即使不发生任何相关的新闻事件，也是值得为中国高铁的产业发展建立一个单独的数据库的。按照上文所提及的“利益相关体”的逻辑轨迹，高铁的联想式信息收集可以从如下两个思路展开联想。

第一条思路：中国高铁的“政商关系”的利益相关体，包括中国高铁的产业政策、主管机构的产业推进（当时的主管机构是铁道部——笔者注），以及高铁产业在中国宏观经济发展规模中所占的地位。

第二条思路：中国高铁的“市场关系”的利益相关体，包括中国高铁的自主创新产品、主要设备供应商、设备供应的竞标制度、高铁经营规模、利润与负债、高铁的维护管理，以及与高铁相关的上下游产业链。

案例概述：

2011年7月23日20时30分05秒，甬温线浙江省温州市境内，由北京南站开往福州站的D301次列车与杭州站开往福州南站的D3115次列车发生动车组列车追尾事故，造成40人死亡、172人受伤，中断行车32小时35分，直接经济损失为19371.65万元。7月25日，国务院批准成立了国务院“7·23”甬温线特别重大铁路交通事故调查组（以下简称“事故调查组”）。8月10日，事故调查组由国家安全监管总局局长任组长，由国家安全监管总局、监察部、工业和信息化部、电监会、全国总工会、浙江省人民政府等组成，最高人民检察院派员参加了事故调查工作。

《财新周刊》在事故发生一周之后便刊发了长达1万多字的专题报道——《大崩溃》和《高铁利益共同体》，是当时全国媒体中少有的深度调查。这组报道的新闻调查路径有如下两条。

第一条路径：从现场调查和相关信息分析造成“7·23”特别重大事故的形成过程和相关原因。

第二条路径：从高铁的上下游生产链所涉及的上市公司官方资料中分析由哪些公司与铁道部组成了有形或无形的“利益共同体”，并分析这些形成过程涉及哪些产品和个人。

第一条调查路径通过记者现场调查获得了相关信息，但不完整，记者于是借用了历时研究的报道方法，收集梳理了中国铁路自20世纪90年代以来所发生的各类交通事故及原因，如“红光带”事故、信号系统和供电系故障、调度管理失误等。这些数据为此次事故原因提供了对比，但是真正的原因必须等待国务院调查组的结论。

第二条调查路径则通过中国高铁的“政商关系”和“市场关系”展开联想式的信息收集与分析。铁道部的高铁项目的建设背景如何？它的发展速度与2008年的宏观政策中涉及的中国基础设施建设相关政策的关系是什么？铁道部

的高铁的经营业绩如何？负债如何？债务如何化解？高铁设备的供应商多为中国上市公司，这在中国重大基础建设项目中还不多见。这些上市公司的经营业绩如何？产品质量和信誉如何？这些公司如何获得铁道部的设备招标项目？上市公司的高管是哪些人？股权分配如何？与铁道部是否有非市场关系？

通过查阅公开信息，报道收集并梳理了高铁的主要“生意伙伴”——中国通号集团及各个供应商的发展背景、核心产品、利润，以及公司内部股权分配等各类重要信息。同时，在此基础上还梳理了近年来4家重要的设备供应商（上市公司）与铁道部的业务往来，包括产品信息和内部高级管理人员信息。

（1）2000年8月，中电全资子公司“上海电气进出口公司”中标了贵阳——娄底西线的自动闭塞系统。2000年12月，也是在合同开始执行后，上海中电与北京通号院签订协议，将该项目产生的977万元利润中的921万元，以咨询投标文件编制费、外贸合同及内贸合同技术条款编制及审定费、所供产品的技术服务费、技术转让费等名义转至通号院，中电仅获利56万元。

（2）辉煌科技的招股书显示，公司为铁道部指定企业、高铁信号监测系统和防灾安全系统的主承包商，其铁路信号微机监测系统、防灾系统和无线调车系统在高铁中都占据很高的份额。在上市前三年，来自国家铁路市场的营收占主营收入的比例分别为76.35%、66.80%和77.42%。截至2010年年报，公司铁路通信信号行业的收入达2.44亿元，占主营收入（2.50亿元）的比例高达98%。辉煌科技2010年10月聘任郑予君为总经理。郑予君于1980年12月开始在郑州铁路局工作，2001年12月—2005年9月担任郑州铁路局办公室主任、副局长，2005年起担任中国铁通集团公司党委委员、董事、副总经理并兼任中国铁通工程建设有限责任公司董事长。辉煌科技的独立董事唐涛，则是北京交通大学教授，曾担任多个国家和铁道部科研项目的负责人，包括铁道部重点实验室——“铁路运输自动化与控制实验室”主任，中国自动学会教育专业委员会委员、中国铁道学会自动化委员会委员、国家发改委地铁设备国产化专家组成员、北京市城市轨道交通建设专家委员会成员等。

（3）全国铁路系统75%的路段都有佳讯飞鸿的产品。由于关系到生命财产安全，铁路部门对涉及运输安全的调度通信产品采购实行必要的行政许可，通过行政许可或者专项招标的方式设置较高的产品准入门槛，以达到保证运输安

全的目的。由此，作为国内少数几家拥有《铁路运输安全设备生产企业认定证书》准入证书的通信信息企业，佳讯飞鸿在铁路市场竞争方面极具垄断优势，2007—2009 年，铁路市场占有率分别为 47%、47% 和 48%，连续三年位居第一。佳讯飞鸿的测试技术总监吕志东曾供职于铁道部科学研究院通号所，而公司综合产品线总监杨勇则曾供职于中国通号总公司成都厂科研所，任助理工程师。

（4）世纪瑞尔于 1999 年由毕业于北方交通大学的牛俊杰、王铁两位自然人出资 300 万元创立，如今在铁路安全监控系统市场以 20% 市场占有率排名第一，累计做过 400 多个铁路安全监控项目，2010 年年底上市募资 11 亿元，收入 2.34 亿元。世纪瑞尔的招股书显示，公司主营业务为向铁路用户提供行车安全监控系统软件产品及相关服务。2010 年 1—9 月、2009 年度、2008 年度、2007 年度公司来自铁路行车安全监控系统软件产品及相关服务的营业收入分别为 1.595 亿元、1.4 亿元、8 543 万元和 7 918 万元，占公司同期主营业务收入的比例分别为 97.09%、92.89%、93.74% 和 95.97%。世纪瑞尔的董事、技术总监、副总经理尉剑刚，曾任铁道部沈阳信号厂工程师、铁道部通信信号总公司软件中心工程师；副总经理张诺愚曾任中国铁道建筑工程总公司铁路运输处工程师职务。

上述数据库，以中国高铁建设为核心信息，从其利益相关体展开联想式的相关信息梳理与分析，比较客观地呈现了中国在基础设施建设方面的产业形态、制度设计。记者在此基础上还进行了深入调查，采访了铁道部供应商、工程师和相关专家等各个方面，最终完成了一篇体现财新“独到、独立和独家”特点的优秀作品，引起极大关注。从某种程度上讲，这组财经新闻报道影响了当时中国新闻界对“甬温线特大事故”的报道趋势，因为在这之后，大量关于中国铁道部与中国部分企业之间利益关系的类似报道不断涌现。

中国高铁项目的建设是改革开放以来中国多个、长期的、跨区域的高端基础设施建设项目的缩影：受国家重大经济政策的扶持、GDP 增长重点领域、肩负中国自主创新的重大使命、资金规模宏大并且建设周期长、资金调配与权利控制集中于某个国家部门、需要众多的技术和设备供应链。例如，各省的 BOT/TOT 项目、地方政府融资或借贷的重点项目等。因此，收集这些由政府主导的基础设施建设项目信息资料就显得非常必要。

另外，中国高铁涉及面相当广泛，上下游的关联产业众多，且属于各个行

政区域的基础设施项目，并且政企不分，“寻租”现象常见。关联性联想必须分两类而行：一类是与产业经济相关的；另一类是与中国经济制度改革相关的。前一类关联到许多微观经济学和产业经济学的概念，如上市公司经营、高铁票价、创新产品、技术与管理等；后一类关联到产业政策、国有企业改革、政企分离、地方 GDP、机构特权、项目招标机制等。通过这两大类进行信息联想式收集，数据库本身即呈现了中国高铁的比较完整的发展概况。在实践中，一些有关高铁的分析报道实际上就是一组数据库的分析报道。

从该案例可以看出，数据库收集与分析，相当于写研究论文时的文献资料的回顾与分析——这是采写一篇优秀财经新闻报道必不可少的基石。从方法论而言，从当代新闻传播的特征来看，所谓的“独家”并非仅意味着独家的信源或独家的采访权，谁拥有更全面、更深入、更富有合乎当代中国经济发展规律的逻辑关联的信息数据库，谁就至少已拥有“独家”的基石。

第三节 逻辑分析方法

关键词：二难冲突 充足定律 逻辑谬误 违反充足定律 假两难推理 以偏概全 后此谬误 偷换概念

在人类的认知和思考活动中，逻辑演绎和推理起着十分重要的作用。人们对于思考的乐趣，不仅获得感性的认知，灵感的闪现，更使人乐于从已有的知识和经验中获得一种准确的预知能力。人们佩服那些对未来有预言能力的学者和专家，因为他们善于推理，一叶知秋，见微知著。尽管有些预言与现实相违，但这并不能减少人们对预知能力的追索。

新闻报道，虽然看上去不如预言哪一位美国总统候选人当选，或哪一只股票股价上升那么令人着迷，但是每当重要新闻发生的时候，那些刚出道的小记者不得不佩服老记者：他怎么就能料事如神地预测这家企业会出现大问题呢？他怎么就能这么快地写出如此长篇事实详尽、条理分明的新闻分析呢？

如何获得这种看似神奇的预知能力？从于宁的故事中可以看到，这种似乎对新闻事件的发生预卜先知的能力，其实是依靠事实规律进行逻辑推理而得到

的。建立推理的思维能力，离不开各种逻辑思维的训练。

有人会问，做财经新闻用得上逻辑训练吗？这不是写论文，也不是做学问。利用新闻报道基于事实的陈述即可完成一篇新闻报道。的确，财经新闻的研究与分析不同于写论文或做学问。但是，新闻工作者通过直接或间接收集到的新闻资料一般都相当繁多、复杂、零乱，有些甚至比较碎片化；并且对财经事件的陈述不能简单地按照新闻事件发生的时间、地点、人物来展开，有时事件中另套有其他事件；有时新闻的发生没有“现场”；有时连新闻当事人都未见其真貌，等等。因此，财经新闻现象的复杂性决定了财经新闻分析和研究的必要性，记者和编辑必须静下心来，详细地梳理事件发生的来龙去脉，将这些新闻事件的“前世”和“今生”像串珍珠项链一样串起来。

请对如下三个社会现象进行思考：

（1）节假日火车票、旅游景点涨价，是否合理？为什么？

（2）“知识改变命运”，知识与命运的逻辑关系是什么？需要分析知识是改变命运的充分条件、必要条件、充要条件或什么条件都不是。

（3）“高薪养廉”，高薪与廉洁的逻辑关系是什么？需要分析高薪是养廉的充分条件、必要条件、充要条件或什么条件都不是。

对于上述三个问题，如果结合新闻现象来看，那么并没有确定的答案：作为公共设施的旅游景点和火车，公众认为无论何时均不能涨价，但作为经营者来看，节假日需求陡增，而景点和火车却不能增加，应该涨价；关于知识与命运之间的关系，在不同的社会条件和主观条件下，结论是不同甚至是对立的！关于高薪是否可以养廉，同学们通过课堂讨论认为美国、欧洲和中国等国家和地区由于国情和制度的差异性，而导致效果的差异性，因此也不能一概而论。试想，如果不进行这样的逻辑思考，又怎么可能清晰、准确地报道纷繁复杂的现实问题呢？！

本部分将结合财经新闻现象谈谈在新闻分析中经常遇到的两个常用的逻辑思维：二难推理和充足理由定律。同时还分析各种常见的逻辑谬误。

第一小节 财经新闻中的“二难冲突”

已故经济学家杨小凯和美国经济学家曼昆对经济学原理解释有一个类似的表述：经济学是研究经济活动中各种二难冲突——“交替关系”的学问。二难推理是关于这种冲突的交替关系的思维方式，是由两个假言判断和一个有两个选言支持的选言判断做前提构成的推理。其结论可以是直言判断，也可以是选言判断。因为这种推理有时反映左右为难、进退维谷的困境，也可以理解为“公说公有理，婆说婆有理”，但是“公”、“婆”之间却存在相互冲突。

实际上，这些“二难冲突”的经济现象在人们生活中比比皆是，尤其随着国民经济的高速发展，人们的精神需求与物质需要都在上扬，人们对自己的权益和生活质量有了新的认知，经济生活与社会生活均发生了诸多“冲突”。“冲突”是社会多元价值共存的体现，是各种社会利益相互碰撞而产生的后果，是社会矛盾的潜在表现——这些冲突并未涉及道德失序或触及法律的极端，当然，若碰撞太多而得不到及时解决，则有可能积累成显性的社会矛盾和更大的社会冲突。

例如，追求市场效率与追求社会公平之间的矛盾、GDP高速增长与环境保护之间的相互排斥、房价的市场波动与社会稳定、市场经济的自由竞争与政府的扶持及监管之间、刺激消费与倡导节约之间，等等，二者之间都充满了矛盾的关系，因为若依据各自的立场和前提所进行的选择结果都有可能令另外一方的利益受损，从而令社会整体福利受损，成为典型的“二难选择”。

新闻报道分析这些“冲突”的财经现象涉及如下三个层面，首先，分析并解释“冲突在哪里”。其次，寻找“为什么会产生冲突”。最后，寻找“如何解决这个冲突”。前两个层次往往是新闻报道的主体内容，至于第三层报道，往往会顺着主体内容有所延伸，从而使读者有所收获。

例如，有关中国普通火车票价在春节期涨价的现象，有两种相互矛盾的推理：一方面，依据商品经济的需求定律，凡是在需求上升而供应不变的前提下，价格上涨——火车的次数和座位没有增加，但是回家的人却增加了，因此，涨价符合市场规律；另一方面，有人说，普通火车与高铁不一样，它不应该是商品，而应该是一种准公共物品，是一种解决中国大部分老百姓基本生活需求的交通

工具，因此，在春节期间，当公众更加需要它的时候，它应该至少维持与平时同样的价格，绝不能涨价。

追究产生“冲突”的原因，可以从上述两个结论的前提条件展开分析，即“普通火车的票价”究竟是“商品”还是“准公共物品”？第一，可以依据常识或知识进行判断，查找“商品”和“准公共物品”的定义和概念，看看普通列车是否属于这个范畴，为什么？第二，可以依据历史经验（类似于论文的文献研究），看看过往中国火车票价波动频率、春节期间的载客流量变化、区域之间的比较，以及中国宏观经济数据等；第三，还可以进行中国常用公共交通工具（普通列车、高铁、长途汽车、飞机4种工具）的横向比较，看看其消费人群、个体收入与公交的价格占比（占个体收入的百分比）、区域经济特点等有何不同。当然，这些内容不一定呈现在新闻报道之间，但这样的思考却是必需的。

报道“冲突”的财经现象并非这种新闻报道的最终目的，新闻报道还是要回到如何解决这种“冲突”的道路上来。那么，如何解决火车票价的问题？记者不是专家，亦非政府官员，但是记者可以通过采访收集各个利益相关的意见或建议，为相关政策的制定部门提供一些参考。

因此，发现“冲突”的两难财经现象，找出冲突的核心，以及寻找解决问题的可能性，是进行财经新闻分析的常用手法。

下面列举一些可能蕴含着“两难冲突”的财经领域。

（1）宏观经济领域

政府需要制定那些保证市场经济运行的制度与条例，但这可能造成了“行政过度干预”。

房价涨幅事关社会民生安定，控制房价是政府行政干预的主要目标之一，但是房价控制手段明显损害了市场经济利益，甚至间接损失了民众福利。

社会基金要保持可持续发展，提高个人和企业缴纳的比例、延长时间或总额，但这显然违背了社保金的“保障民生”的本意；社会基金要维持保值、增值的目标，通过进入金融市场进行理财使之保值是国际上通行的基本方式，但是这显然为具体执行机构或个人带来了“牟利的机遇”。

利率市场化是金融改革的目标，但是市场化的利率极易导致“高利贷”，并造成一系列负面的连锁反应。

（2）微观经济领域

上市公司要保证投资规模和产品创新，从而为未来发展打下基础，这可能需要时间，需要资本再投入，但是这显然会伤害即时或近期利润指标，如何向公众股东交代？

股权融资还是债权融资，对于公司决策者来讲，从来都是一个两难抉择。

MBO 的股权方案，究竟是削弱公司所有者的所有权，降低其在董事会的地位？还是刺激公司管理层为公司发展做出更多的贡献，从而使得公司发展得更好？

金融衍生品利用杠杆效应极大、极快地刺激了金融市场的繁荣，但是 2008 年以来的美国金融危机，随即席卷全球的经济危机，以及受到波及的欧洲国家债务危机，那么金融衍生品究竟应该如何发展呢？中国是一个极其缺乏金融衍生品的市场，应该如何发展呢？应该发行哪些产品呢？

如果用心就会发现，“二难”的财经现象其实无所不在、无时不有，这为财经新闻报道提供了丰富的选题范畴，扩大了财经记者的报道视野。

第二小节 财经新闻中的“充足理由定律”

逻辑学定律告诉我们，若使分析推理和论证过程做到“言之成理，持之有效”，具有一定的说服力，就要让思维的展开符合充足理由定律。这条定律的主要作用是保证分析和推理具有逻辑的论证性，它是从前提推出结论的一般定律，对任何推理形式都有普遍适用性，是财经新闻报道中最常用的分析和推理规律。

充足理由定律的核心内容：在分析和论证的过程中，对任一推断来讲，它都能够在逻辑上成立，是因为有充足的理由——它被确定或断定为真；依从这个“理由”即能够推出符合逻辑规律的结论或论题，即符合推理规则，也就是说，理由要蕴藏结论。

从新闻报道来讲，报道中所陈述的事实、数据和其他的文本资料，实际上应该蕴含着某种结论，也就是说，通过阅读，读者可从行文自行推理出结论；

反过来讲，不能进行推理的事实、数据与细节是无关紧要的。学会使用这条分析规律，首先要分清什么是必要条件和充分条件，这能帮助记者清楚地思考问题，避免陷入争议。

学会使用这条分析规律，首先要分清什么是必要条件和充分条件。

必要条件是一个命题或结论成立的必不可少的条件，若没有这个条件，则命题或结论一定不成立，不过，即使有了这个条件，命题或结论不一定必然成立。一般来讲，必要条件包含相似事件的共同点，是其共性和普遍性。

充分条件是保证命题一定成立的条件，不过，即使没有这个条件，命题也有可能成立。一般来讲，充分条件包含相似事件的差异性，是其个体或特殊性。

充要条件：如果有事物情况 A，则必然有事物情况 B；如果没有事物情况 A，则必然没有事物情况 B，A 就是 B 的当且仅当的唯一条件，即“充要条件”。

这种逻辑分析有助于公众厘清新闻事件的内在基本机理，对事件有一个基于社会现实背景的清晰认知。从对案例的分析来看，如果一些因素是导致某个财经问题的必要条件，那么意味着解决这个因素是十分必要的；可能需要政府介入或利用政策进行指引；如果有一些因素是充分条件，则不是必须要解决这些因素，因为是因人而异的，解决之道必须有针对性，而非通过政府的介入进行“一刀切”，有时交给市场反而是优选之道。

充要条件的逻辑规律在新闻报道中的应用原则如下。

(1) 任何结论都是基于某种前提而存在的，几乎没有绝对存在的环境。不能脱离前提谈结论，即不能脱离中国现实环境来谈经济问题，包括宏观环境、产业环境和市场环境，还包括区域文化环境，甚至有时还要考虑到伦理环境。

(2) 在充分考虑中国现实环境下，分析造成某种财经现象成立的充分条件（或集合）和必要条件（或集合），或者通过分析进行排除。这些分析会帮助记者准确地提出新闻问题，并进行合理的新闻报道策划。

对新闻事件进行逻辑推理的过程如下。

第一步，运用基本知识定义、自然规律、专业常识（经济学基础）、经验（直接或间接，当下社会的各种伦理和文化背景）等，根据新闻事件发生的事实，

对新闻事件产生的原因进行详细推理分析。

第二步，对于上述原因进行分类：哪些原因属于必要条件？哪些原因属于充分条件？

例如，媒体报道“蒜你狠”、“豆你玩”等农产品跌价令菜农血本无归，以致菜农伤心自杀的新闻。有媒体分析其主要原因是中间商“搞鬼”，他们一方面向菜农压低收购价，另一方面又向超市抬高出售价；有的报道认为其主要原因是城市的“菜篮子工程”人为地控制了菜价；有报道则认为是农民盲目跟风不懂风险控制，等等。

蔬菜价格的涨涨跌跌、大起大落符合市场需求规律，以最具代表性的大蒜为例，2006年4月，北方某蔬菜批发市场的大蒜批发价达7.2元/千克，农民蜂拥而上争种大蒜，结果供过于求，此后蒜价一路走低，至2008年3月批发价最低仅为0.4元/千克，创10年来最低。这种情况持续至2009年年初，在甲流、减产、游资等因素的混合下，需求急剧上升，大蒜价格在2009年年底涨至6.8元/千克，并在2010年一度暴涨至16元/千克，又引来第二波种植大潮。然而，2010年11月以后，市场行情掉头下行跌至8元/千克。因此，造成价格波动的基本原因是供求不平衡，而农民跟风种植又是供求不平衡的直接原因。

其次，从中国农村现状分析，中国菜农的信息交流慢、议价能力低；有些农村菜地远离城市，农产品的物流成本比较高，这包括中间商、储存成本、运输费用、集市入场费用等。

此外，不少城市政府建立了“菜篮子”工程，这个工程是为了稳定城市菜价，以扩大某些菜种的种植面积、节约流通环节和人为地控制收购价为主要方式的。

在上述各类原因中，盲目跟风种植、议价能力低和信息交流慢是中国农民普遍存在的现象，因此可归纳为造成菜价大幅波动的必要条件；其他的物流成本高、菜篮子工程则是地方特色，可归纳为充分条件。若想尽可能地避免菜价波动，国家和政府就必须下大力度去改造这些必要条件，也就是基础条件；同时，各地因地制宜地进行调整这些充分条件。因此，那些认为是某一类原因造成菜价波动的新闻报道思路是不合理的。

第三小节 常见的逻辑思维谬误

那些不是依据逻辑进行推理的结论，或者论证过程不符合逻辑思维的推论，统称为谬误。谬误一般有形式逻辑谬误和非形式逻辑谬误。形式逻辑谬误是指不依据形式逻辑推理规则进行推理、演绎、论证而导致的逻辑谬误，是规则使用错误，如违反理由充足定律和非黑即白的“假两难推理”。还有更多的谬误属于非形式谬误，即基于错误的前提而进行逻辑论证，故结论也必定是不正确的，如后此谬误、以偏概全、因果错配（如上述碘盐防流行病的笑话），这些谬误常与缺乏基本常识、中国科普水平过低有关，也与情感因素、信念等个体心理因素有关，或因语言的表达不当而产生歧义。

通过分析几类常见的逻辑思维谬误，可以更好地有助于逻辑思维训练。

（1）违反理由充足定律一：不能区分必要条件与充分条件。

例如，有些财经报道认为，只要有市场的自由竞争，我们的经济社会就会发展良好有序。其实，市场的自由竞争只是后者的必要条件而已，因为没有市场的自由竞争就绝无经济社会的良好发展，但是仅仅依靠市场的自由竞争还不一定就能达到经济社会的发展良好；影响经济社会成功的因素还包括政治和经济制度、国家或地区文化、宗教伦理、社会结构等。因此，经济社会成功的充分条件是多样的。

关于中国人税负总额的新闻报道一直有一个误区，经常纠缠于“起征点过低”和“税负占收入比例过高”等，认为这是造成中国人税负高的主要原因。但是，“起征点”和“税负占比”仅是造成中国个体税负过高的两个充分条件，而非必要条件，也就是说，并非最重要的基本原因。税负是否合理至少包含两个基本的、必要的考量：一方面是收税的合理性；另一方面是用税的合理性。综合考虑世界上各个国家的税负占比（个体缴税占其收入的百分比），有一些国家比例比中国还高，为什么公众却没有怨言？普遍性之一是税种的专用性。以美国的房产税为例，它是美国地方财政的重要收入来源之一，有些地区还高得离谱，但用途十分明晰，即专用于社区学校的基础配套，如免费的校车及十分先进的学校硬件设施，越高档的社区，房产税交得越多，学校也就越“豪华”，物有所值，使人们心甘情愿。因此，关于个体税负的报道，不仅要比较税负的起征点和收入占比，更要比较税种用途是否合理。

（2）违反理由充足定律二：似是而非的条件。

例如，关于中国商品房的房产税的新闻报道，有些报道认为房产税一出，必须对房价起到调节的作用。这两者之间的逻辑关系果真如此吗？影响房价的因素至少有两大类：供给者和消费者。房产税是消费者购买了商品房之后才交的物业费，即在“保有环节”而非交易环节的上缴税额。房产税提高了房屋所有者的交易成本，但并未直接提高购房成本。那么，房产税必然会对房价起到控制的作用吗？不一定。换句话说，若没有房产税，房价就一定不能被控制吗？也不一定。因此，房产税的政策于房价控制来讲，既非充分条件，更非必要条件。事实证明确是如此。

（3）假两难推理：非黑即白。

这是指在两个极端之间进行决然选择而造成的谬误，刻意去掉中立状态。例如，有诡辩者以这类形式表述：“支持中国或支持美国；你不支持中国；故你支持美国。”诡辩者在表述上刻意将“中立”这个选项隐去，造成选言三段论的假象。造成这种谬误的原因，有些是性格因素，如“爱憎分明”、“眼里容不下沙子”；有些是要打击对方，将其置于道德的负面。记者在采访当事人时，尤其是在报道负面新闻时，经常遇到这样的被采访对象，偏好对经济现象“上纲上线”，将争议的对方进行意识形态的负面判断，从一个极端到另一个极端，特别是遇到经济改革过程中出现的新鲜事物，这种非黑即白、非对即错的认知谬误常常会导致因噎废食。这时记者要把握中立的立场，不能被其所影响。

某知名经济学家曾公开提出“高校学费要提高”，原因是提高学费故而可以通过提高奖学金来帮助更多交不起学费的优秀学生，这在国外是通用做法。广州某媒体以“大学学费应该提高”作为新闻标题，并将其置于封面导读的位置，结果引起了读者和网民的明显不满。这位经济学家还有一个观点——“廉租房的房间内最好不建独立卫生间”亦引起了公众的强烈不满，经济学家认为杜绝富人入住廉租房的最佳办法就是降低廉租房的居住标准，但是网友却认为“穷人”也有享受独立厕所的权利。

上述论证就陷入了非黑即白的谬误：提高学费就会令公众利益受损，不建厕所就是歧视“穷人”。

从微观经济学角度来解释，这两个观点缘于“价格歧视”定律，供应商基于消费者的需求弹性差异而设计不同的价格，其产品质量和价格匹配，需求者各取所需，供求双方皆大欢喜，因此“价格歧视定律”被认为是资源有效分配的“金科玉律”。例如，有钱人坐飞机出行大多选择全价头等舱，而有些人却会选择深更半夜起飞的“红眼航班”，因为前者对价格高低敏感，而后者却相反；同样地，美国私立高校的学费和奖学金同样高，成绩不好但有钱的学生支付高学费，反之则申请高额奖学金，让各类学生均能获得高等教育的机会。廉租房是为解决低收入阶层基本生活条件、租费低廉的准公共物品，因此，配套相对商品房较低是合理的，但是在现实中却出现“低价豪房”，无怪乎引得人人哄抢，因此屡见“开着宝马车来申请”的案例，可见这样的廉租房实际是浪费资源。

（4）以偏概全的谬误：盲人摸象。

以偏概全的谬误是基于错误的前提：局部具有的某种性质，就是包含该局部的整体具有的普遍性质。即以特例或非典型事例为根据，概括出一类对象的一般性结论，就好像盲人摸象。这种谬误容易全盘肯定或全盘否定，或形成一些“刻板印象”，为某些群体贴标签。与此种谬误类似的错误还有以相对推出绝对。

某些新闻报道对于 GDP 的热爱不亚于地方政府。“万亿俱乐部”、“千亿俱乐部”均为媒体所造名词，前者指全年 GDP 总量达到万亿元以上的省份，后者指全年 GDP 总量达到千亿元以上的城市，以区域 GDP 经济总量即可代表这个区域的发展现状，还热衷于给全国各省市排名。类似地，还有由媒体机构一手炮制的所谓“富豪榜”，以某位创始人的“身价”代表这个企业的经营现状。

这些文章经常成为各大网站头条新闻，但是这种新闻思维像盲人摸象，以偏概全。

显然，GDP 或富豪排行榜并非不能反映经济发展的变化，但绝不是唯一。以区域经济发展而论，经济发展是多层次的，除了 GDP，最近几年有媒体提到绿色 GDP，这是一个反映 GDP 总量增长的代价指数（如由于空气和水污染，GDP 总量有可能损失 8%~10%）。此外，还有 PMI 指数（制造业采购经理人指数）、CPI（消费者物价指数）、恩格尔系数（家庭的收入中用于食品消费的支出比例）、基尼系数（国民收入分配系数）、PCE（个人消费总支出指数）、

CCI（消费者信心指数）、EI（预期指数）、就业率等。每一种指标都只能反映经济发展运行状况的某个侧面；只有将这些数字进行系统的比较，才有可能得出一个比较完整的、接受真实现状的结论，才能尽可能地避免盲人摸象的逻辑错误。

至于“富豪榜”，充其量只是媒体新闻报道用来哗众取宠的噱头，相比在证监会监督之下公司财务信息的披露，哪一种方式更能真实地反映企业的生产和经营现状呢？

（5）后此谬误：因果错配。

后此谬误，又称为事后归因、假性因果。例如，上午9点的时候有一只蝴蝶扇动翅膀，10点的时候太平洋上有台风生成，故断定蝴蝶扇动翅膀是导致台风生成的原因。

财经新闻报道有一个很重要的任务，即通过采访、研究和分析找出问题发生的原因。但是，这些所谓的原因是否真的导致了问题的产生呢？两者之间有必然的因果关系吗？计量经济学中的主要领域是回归分析，即寻找两个变量之间、两种现象之间的相关性。当然，新闻报道由于技术和时间的因素，不可能运用计量分析的方法进行论证。也正如此，不同事物之间相关性的正确逻辑推理在新闻报道中就显得十分重要。可惜的是，现实中经常发生这些谬误，不仅发生在新闻界，在学术界也并不少见。

美国经济学界曾流行一个指数——“短裙指标”，它是指裙摆离地的尺码与股市和经济形势的兴衰成正相关关系，即裙摆越高，经济越景气；反之则越差；并且裙长的变化会比股市大势的变化提前6个月。这个指标的逻辑推理是，当经济不景气的时候，女人失去了取悦男人的兴趣，因而用长裙包裹自己；当经济增长时，女人偏爱用短裙展示自己的魅力。与此类似的还有“口红经济”、“外遇指数”等。这听起来似乎合乎常识，但是果真如此吗？另有经济学家研究了法国的时尚杂志，统计出1921—2009年的裙子长度的流行趋势与经济兴衰之间的关系，发现两者的相关性很差，这表明裙子长短实际上和经济兴衰没有必然关联。

财经新闻报道某些市场现象时经常陷入“后此谬误”的怪圈，尤其关于某个经济政策的市场效果评估。例如，2008年中央出台4万亿元刺激经济的政策，

时隔数年之后，有报道认为中国 2009—2012 年的物价、房价高居不下的主要原因是这个政策；还有报道认为这个政策高估了全球金融危机对中国的负面影响，而造成了新一轮的大规模投资现象。那么，物价和房价高居不下的原因果真是由 2008 年的经济刺激方案推动的吗？

其实，房价和物价波动的原因与菜价类似，是多个因素共同作用的结果，原因之间的主次排序，则必须置于区域的经济发展现状、公众消费偏好，甚至历史和文化背景等前提条件下再考量。例如，房价上涨，从需求定律来讲，商品房涨价有必然性，这是因为房子和土地一样，是一种不可再生资源，从总量上看，卖了一套就会少一套，同时每年有数千万名大学生毕业，这是一批不断涌现的准消费群体，也制造了不断的消费需求。此外，中国的房价还与中国地方政府的财政模式“土地财政”相关联，由政府主导的土地拍卖过程，每一个“地王”的诞生都是拉高当地房价的前奏。

4 万亿元刺激方案与房价产生关联的领域有两个：一是刺激了建房的投资欲望从而间接推高了原材料价格；二是银行有可能向房地产业发放更多的贷款。但不论怎么讲，将 4 万亿元归于房价上升的直接原因或重要原因，是不符合现实逻辑的。

（6）偷换概念：不相干谬误。

偷换概念又称为歪曲论题和逃避话题，是扭曲论证对象、转移讨论焦点的一种谬误，辩者浑水摸鱼，将一些似是而非的概念进行置换，实际上改变了概念的修饰语、适用范围、所指对象等具体内涵，听上去挺合理，把对方的言论重新塑造成一个容易推翻的立场，然后再对这立场加以攻击，但实际上混淆视听，常用于诡辩术。新闻报道则常见于观点新闻、评论或数据新闻。

第四节 数据分析方法

对于财经新闻报道来讲，逻辑推理帮助记者推理出了新闻事件的发展脉络，并提出了新闻问题。那么，数据分析则是为新闻问题提供必不可少的、最核心的，也有可能是最具说服力的佐证。

数据分析原则如下。

(1) 数据来源确保可靠权威。必须选取权威机构公开颁布的统计数据，且必须标明数据的原始来源和出处。最好不要使用二手数据。

(2) 数据使用目标明确。分析数据是为新闻问题提供最有效的论据证明，否则能不用则不用，多余数字有可能会造成不必要的误读。

(3) 数值取用与出处一致。数值取用不能随意四舍五入，因为小数点的变化也会影响整体数据的变化，从而造成数据失真；如果涉及比较的事项较多、时期较长，则需要进行信息可视化处理。

(4) 采用合理的统计方法进行分析。统计分析的目标是解答“这些数据意味着什么”，而并非为了统计而进行统计。因此，尽量采用能反映或接近现实情况的统计方法进行数据分析。统计过程的数学演算必须多方仔细复查，有时还需要相关专家学者进行核验，以确保统计结果合理和准确。

第一小节 重要且常用的统计方法

关键词：同比/环比 平均数/中位数/众数 加权平均 比例/比率 人均费率 市盈率

本小节谈谈几种重要且常用的数据统计方法：(1) 从宏观与微观看，同比与环比的差异。(2) 从现实情况来比较平均数、众数、中位数及加权平均的意义区分。(3) 比例与比率的用法差异。

1. 同比与环比的差异

同比与环比是国家宏观经济数据的常用分析方式，是一种简单明了的比较方法。

“同比”是指本年内的某个统计周期的数据与上一个统计年度相比（统计周期为一个季度或一个月）；从“同比”可以看出每年的相同统计周期的差别，比较宏观。例如，在2016年3月两会期间，李克强总理关于“十三五”规划的报告中，将2017年的GDP预期增幅调整为6.5%~7%，这个增幅即2017年全年与2016年全年的比较。例如，2015年9月14日，国家统计局公布9月份居民

消费价格指数 (CPI), 9 月, 中国 CPI 同比上涨 1.6%, 这意味着 2015 年 9 月相比 2014 年 9 月 CPI 的增幅是 1.6%。

“同比”还可以扩展开来进行“横向同比”, 即在同年份的同一统计周期内, 不同地区、不同统计项目之间的比较; 也可以进行“时间纵比”, 指多年来同一统计周期的比较。例如, 20 年来 GDP 与居民总收入增幅的比较, 其中既有横向同比 (农村居民收入与城镇居民收入相比), 也有时间纵比 (20 年的持续比较)。

“环比”是指同一统计年度中本统计周期与上一统计周期的比较。由“环比”可以看出本统计年度内每个统计周期的变化, 比较微观。例如, 2016 年 1 月 CPI 环比增长 0.5%, 即 2016 年 1 月相比 2015 年 12 月增长 0.5%。

2. 平均数、中位数、众数及加权平均数的差异

从数据与现实之间的差距来比较平均数、中位数、众数及加权平均数的差异性。

平均数, 即数学平均数, 将整个数列的数值相加的总和与数值个数的比值。中国财经新闻报道比较喜欢引用这个数字, 但是, 从统计学上讲, 这个数据的意义不大, 因为它“抹掉”了一些真实的变量, 具有一定的“欺骗性”。例如, 媒体报道成交均价实际是一个平均数, 是在统计时期内成交房屋总数额与总成交套数的比值。如果在 10 套成交房屋中, 有一套是别墅, 成交价为数千万元, 其余 9 套均为 100 平方米以内的中小型住房, 每套价格为 100 万~200 万元, 但公布的成交价有可能会很高, 那么这个“成交价”能真实地反映房价的变化吗? 实际上与现实有很大出入。

相比平均数, 中位数和众数可能更接近现实。中位数是指数值按大小顺序排列, 位于中间的那个数。如果中间有两个数字, 那么将这两个数字取平均数可得到中位数。众数即数列中出现频率最高的那个数值。从上述 10 套成交房屋中可以看到, 中位数可能是“120 万元”左右, 众数可能是“130 万元”(占 33%), 因为这个数字出现的频率最多——这两个数字可能更好地反映某个市场的房价指标, 若再进行环比和同比, 则会得出更真实的、符合现实的统计结果。

在金融市场, 加权平均则是一个使用更为广泛的统计方法。加权平均数, 即总量值 (如房屋总价) 除以总数量 (总套数) 得出的单位平均值, 而不是简

单地将各个单位值（如房屋单价）平均后得到的那个单位值。

例如，A 股价为 12 元，B 股价为 12 元，C 股价为 15 元。

股价的一般平均数 $= (12+12+15)/3=13$ 。

股价的加权平均数，则还要统计各股成交数，A 股成交 100 股，B 股成交 300 股，C 股成交 1 000 股。

则加权平均数 $= (12 \times 100 + 12 \times 300 + 15 \times 1000) / (100 + 300 + 1\ 000) = 14.14$ （元）。

14.14 元显然比 13 元更接近成交股价的真实性。

再算上述 10 套房屋的成交均价。别墅 1 套（250 平方米），单价为 4.8 万元 / 平方米；100 平方米房屋 4 套，单价为 1.2 万元 / 平方米；80 平方米房屋 5 套，单价为 8 000 元 / 平方米。如果以平均数来计算，则成交均价为 2.27 万元 / 平方米；若以加权平均数来计算，则这 10 套成交均价为 1.36 万元 / 平方米。二者相差甚远，但显然后者更接近现实情况。

证券市场的股票交易指数就是一个加权指数。“指数”意味着：指示即时的样本总市值与基期总市值的比值，如某日沪指 3 000 点，意味着当日市值是基期的 3 倍。

上海证券综合指数（简称上证指数）均采用派氏加权综合价格指数公式计算。计算公式如下（基期：基日起计算的指数样本股票的总市值，这个数值是不变的）：

$$\text{报告期指数} = [\text{报告期样本股的调整市值} (\sum (\text{股价} \times \text{调整股本数}) / \text{基期})] \times 1\ 000$$

新上证综指发布以 2005 年 12 月 30 日为基日，以当日所有样本股票的市价总值为基期，基点为 1 000 点，简称“新综指”（指数代码为 000017）。

“新综指”当前由沪市所有 G 股组成。此后，实施股权分置改革的股票在方案实施后的第二个交易日纳入指数。指数以总股本加权计算。据统计，以 2005 年 12 月 15 日收盘价计算，“新综指”市价总值为 3 927 亿元，流通市值为 1 425 亿元，占市场的比重分别为 18% 和 22%。随着股权分置改革的不断深入，“新综指”占市场比重将逐渐增大。

根据国际惯例和专家委员会意见,上证成分指数的分级靠档方法是依据流通股本与市场总股本之比来计算的,比如,某股票流通股比例(流通股本/总股本)为7%,低于10%,则采用流通股本为权数;某股票流通比例为35%,落在区间(30,40)内,对应的加权比例为40%,则将总股本的40%作为权数。若流通比例(%)为(10%,20%)、(20%,30%)、(30%,40%)、(40%,50%)、(50%,60%)、(60%,70%)和(70%,80%),则加权比例(%)分别计为20%、30%、40%、50%、60%、70%、80%;流通比例高于80%的,则加权比例计为100%。

例如,上证180指数是上海证券交易所对原上证30指数进行了调整并更名而成的,其样本股是在所有A股股票中抽取最具市场代表性的180种样本股票,自2002年7月1日起正式发布,目标是为了建立一个反映上海证券市场的概貌和运行状况、具有可操作性和投资性、能够作为投资评价尺度及金融衍生产品基础的基准指数。

计算公式为:报告期指数=(报告期样本股的调整市值/基期)×1 000

其中,调整市值=Σ(股价×调整股本数)。

3. 比例与比率的用法差异

比例是局部与整体的关系,包括百分比和百分比变化。百分比是解释比例的最基本元素,可用在几乎所有的报道中;使用百分比,必须弄清这个数字使用的基数是多少(统计总人数、年限、误差率等)。

百分比变化有两类:一类是两个数字基于同一总体的比较,如选举人的得票率;另一类是同一观察对象在不同年限的同一时期的比较,即同比,或与上个统计时期的比较,即环比。

使用“比率”(Ratio)有可能得出比“比例”更合理的统计结果,也有可能更快地发现问题。因为比率指不同类别数值的对比,它反映的不是部分与整体之间的关系,而是一个整体中各部分之间的关系。

在医疗、流行病学和犯罪率统计中经常使用“比率”。比率可以公平地比较不同人口地区的发展水平。一般比率的样本总量是以每十万人作为基数进行比较的,这样可以抹去区域差异,建立同一基数的统计平台。例如,美国缅因州政府某年曾公布1987—1993年的自杀总人数中,年轻人(10~24岁)实际人

数是 219 人。这个数目与其他州相比（如纽约州或加利福尼亚州）是比较少的，自杀不可能是缅因州的一个社会问题。但是，若以比率相比，则得出相反的结论：缅因州自杀率实际上是每 10 万分之 11.94（人口总数为 100 多万人），而全国自杀比率的警戒线是每 10 万分之 9.48，很明显前者高于后者。因此，自杀是一个应该引起地方政府强烈关注的社会问题。也因此，缅因州根据这个结论派出特别小组进行全面调查。

通过将两个看似不相干的数字放在一起进行比率的统计，同样也会发现许多问题。例如，广州有一位财经记者根据广州市公积金办公室官方网站上的公开数据，发现其中心 2007 年全年管理费为 2 000 多万元，以当年增值收益 3 亿多元来讲则不足 1%（这是一个比例数据），属于合理合法范围。但是，当进行人均办公费率（这是一个比率数据）的计算后，却提出了一个深具新闻爆炸力的疑问：广州市公积金中心一年管理费人均费率超过 27 万元（以 72 位在编职工来计），从而引发了社会强烈关注。

市盈率（Price Earnings Ratio, P/E Ratio）也称为“本益比”、“股价收益比率”或“市价盈利比率”，由股价除以年度每股盈余（EPS）得出（以公司市值除以年度股东应占溢利亦可得出相同结果）。市盈率是评估股价水平是否合理的常用指标之一，表示投资该股票回本的年限。一般认为，如果一家公司股票的静态市盈率过高，那么该股票的价格可能具有泡沫，价值被高估，反之则有可能被低估。如何判断市盈率，将在本章第四小节“微观经济数据的使用与新闻分析”中详细分析。

第二小节 宏观经济数据的使用与新闻分析

关键词：GDP CPI PMI PPI 基准利率 / 存款准备金率 / 正(逆)回购 / SLF/MLF M2/M1/MO 地方债务 债务置换

新闻报道经常使用与分析的数据有两大类：一类是由权威统计部门定期公布的国内外宏观经济运行指标数据；另一类是由各个证券市场和上市公司的官方网站公开的各种微观经济数据。

本小节谈谈宏观经济领域中常规数据和专业数据的新闻报道分析。

首先，常规宏观数据包括国家机构（统计局、海关总署、中国人民银行、财政部）发布的每季度 / 半年 / 全年的宏观经济数据，具体有国内生产总值规模（GDP）和增幅、全国居民消费价格指数（CPI）、进出口贸易总值、采购经理人指数（PMI）和生产者物价指数（工业品出厂价格指数，PPI）、国家财政收入、居民收入及工业用电量与货运量指标等。

地方常规宏观数据，除上述数据外，还有地方政府税收 / 非税收入，以及地方政府预算 / 决算数据。

宏观经济指标的各种数据都映射着中国经济社会支柱结构的变化，特别是关于货币供应总量及各项具体分类指标的变化。这将影响着中国经济增长的速度、商品物价和地方债务的变化，也影响着备受瞩目的中国产业结构转型的趋势。中国经济增长速率关乎全球经济复苏，物价关乎国内民生保障，地方债务关乎中国经济的负面影响，产业结构转型关乎中国经济改革的重要领域。

中国宏观数据还有一个特点，即国家机构部门定期公布的数据经常受到国内外媒体的质疑。质疑和证伪的过程就是一则十分重要的财经新闻。国外机构与媒体对中国宏观经济的报道，多为“看空”，这为中国宏观分析提供了多元视角。

此外，各个宏观指标数据之间究竟存在着怎样的逻辑关系，特别是宏观数据在现实中如何完成“微观体现”？例如，国内有一家媒体质疑 2013 年第一季度进出口宏观数据，原因是内地与中国香港、澳门两地的进出口贸易额在同一时期的增长超出了常态，因而引起了后者是否是造成前者的原因的猜测。有几种可能性可以造成骤增呢？这实际在寻找造成贸易骤增的“充分条件”，假设之一即地方政府是否让国内货品在中国香港搞了个“一日游”？若果如此，则第一季度的宏观数据并不能真实显示进出口总量。当然，财经新闻的目标并非仅仅提出假设，继续寻找为假设服务的“证据”，是财经新闻对宏观数据的一种必要解读，其目的不仅让读者了解经济学规律与常识，更让公众了解和理解宏观数据在现实中呈现的逻辑轨迹。

常规数据的新闻报道分析如下。

本章重点分析如何报道国内生产总值规模（GDP）和增幅、全国居民消费价格指数（CPI）、中国制造业采购经理人指数（PMI）及工业品出厂价格指数（PPI）。

(1) 国内生产总值规模（GDP）和增幅是核心的宏观经济数据之一。

第一个新闻焦点，关注 GDP 的总量与增速。例如，自从 2012 年之后全国年平均增速基本保持在 8% 以下，2013 年增速为 7.5%，但各地的差异是什么？产生差异的原因是什么？长久以来，GDP 几乎是衡量国家和地方经济发展的唯一标准，也几乎是中国官员业绩考核的唯一标准；GDP 的总量与增速，一定意义上与政治成就挂钩。2013 年 7 月，习近平总书记提出“不简单以 GDP 论英雄”，“要全面认识持续健康发展和生产总值增长的关系，防止把发展简单化为增加生产总值。各级都要追求实实在在、没有水分的生产总值，追求有效益、有质量、可持续的经济发展”。

第二个新闻焦点，关注 GDP 的组成结构。例如，我国社会物流总费用的比重保持在 18% 左右，这一比例是发达国家的 2 倍，比全球平均水平高 6.5%。专家表示，这说明我国物流成本偏高，但目前尚无如何降低物流成本的具体方案，等等。GDP 的结构分析是产业分析的基础，也是产业政策制定的主要依据，尤其对各省 GDP 的结构分析，可以依此调整产业结构的发展和多样化。2013 年 11 月，国家统计局在 5 个方面对核算体系进行重点修订，其中包括：将研究与开发支出计入 GDP；核算实际最终消费；改进城镇居民自有住房服务价值核算方法；将土地承包经营权流转收入计入财产收入；将雇员股票期权计入劳动者报酬。这些修订增加了 GDP 结构的多样性与丰富性，也更加贴近现实经济的发展情况。因此，新闻报道关于 GDP 的分析，不能仅停留在增幅高低上，而是从 GDP 的结构组成来分析国家经济各个产业，尤其是新兴产业的占比发展及发展原因。

第三个新闻焦点，关注“绿色 GDP”，对环境资源进行核算，从现行 GDP 中扣除环境资源成本和对环境资源的保护服务费用，其计算结果可称为“绿色 GDP”。绿色 GDP 这个指标，实质上代表了国民经济增长的净正效应。绿色 GDP 占 GDP 的比重越高，表明国民经济增长的正面效应越高，负面效应越低，反之亦然。北京市哲学、社会科学“九五”重点课题——“以 EPD 为核心指标的国民经济核算体系研究”中对北京市 1997 年绿色 GDP 进行核算的结果表明，按生产法计算的绿色 GDP 占 GDP 的 74.94%，按支出法计算的绿色 GDP 占 GDP 的 75.75%。

(2) 全国居民消费价格指数 (CPI) 同样也是重要的宏观经济指标。它是进行经济分析和决策、价格总水平监测和调控及国民经济核算的重要指标。其变动率在一定程度上反映了通货膨胀或紧缩的程度。

第一个新闻焦点, 关注国家对 CPI 的调控目标及月或季度的增幅, 并结合其他宏观经济指标进行趋势性的预测分析。一般来讲, 物价全面地、持续地上涨就被认为发生了通货膨胀。因此, 市场会根据 CPI 来预测国家是否会出台宏观经济调控收紧政策, 如央行是否调息、是否调整银行存款准备金率等。同时, CPI 的高低也间接影响资本市场 (如股票市场) 的变化。

第二个新闻焦点, 分析 CPI 产生波动的原因, 进行 CPI 的结构分析。例如, 有新闻报道分析中国公众普遍偏食猪肉, 猪肉消费量在 CPI 结构组成中占比高, 因此猪肉价格的波动就会影响 CPI。此外, 地域性经济发展与生活方式的不同, 也会引起当地 CPI 的波动。

(3) 中国制造业采购经理人指数 (PMI)。

国家统计局和中国物流与采购联合会联合编制, 并由国家统计局发布的“中国制造业 PMI”系列指数, 是通过对企业采购经理的月度调查结果统计汇总、编制而成的指数, 是国际上通用的监测宏观经济走势的先行性指数之一, 具有较强的预测、预警作用。PMI 是一个综合指数, 由 5 个扩散指数 (分类指数) 加权计算而成。5 个分类指数及其权数是依据其对经济的先行影响程度确定的, 具体包括: 新订单指数, 权数为 30%; 生产指数, 权数为 25%; 从业人员指数, 权数为 20%; 供应商配送时间指数, 权数为 15%; 原材料库存指数, 权数为 10%。其中, 供应商配送时间指数为逆指数, 在合成 PMI 综合指数时进行反向运算。PMI 通常以 50% 作为经济强弱的分界点, PMI 高于 50% 时, 反映制造业经济扩张; 低于 50%, 则反映制造业经济收缩。

第一个新闻关注: 中国长期发布的制造业 PMI 指标还有另外一种指数, 即由国际金融信息公司 Markit 负责编制, 由财新智库冠名的“财新中国制造业 PMI”系列指数 (2015 年 8 月之前冠名为“汇丰中国 PMI”)。“财新中国制造业 PMI”与“中国制造业 PMI”系列指数的核心指标体系、核心指标权重和抽样方法均相似; 不过, “中国制造业 PMI”系列指数主要覆盖的企业为规模以上的大中型国有企业, 同时包括部分中小企业, 财新 PMI 则主要覆盖中小企业, 且

以民营企业居多。这两个指标有时会产生背离的现象，有分析认为 2012 年之后，企业样本的差异是导致两种 PMI 指标背离的主要原因。大中型企业以国有企业为主，它们对经济冲击更有耐受力，更容易获得银行信贷支持，就业更加稳定，因而经营的稳定性更强，而中小型民营企业对经济变化更敏感，更容易受到外部冲击的影响，在经济下行过程中，中小型民营企业的生存压力也会更大。这在一定程度上能够解释，在同一统计时期内，“中国制造业 PMI”系列指数 PMI 均高于 50，而财新 PMI 则低于 50，两种指标出现背离的情况。因此，上述两种指标实际上是对中国实体经济进行结构性的监测和预测。

第二个新闻关注：PMI 与 GDP 的相关性及原因。根据国外经验来看，PMI 指数与 GDP 具有高度相关性，且其转折点往往领先于 GDP 几个月，因为规模化的商业采购活动主要集中在少数权重产业，并且采购操作也有相似的集中性，这些集中的产业包括：食品业、石油及其相关产品、钢铁及其相关产品、汽车产业等。例如，2013 年 8 月中国制造业采购经理指数（PMI）升至 51.0%，有新闻报道称，8 月 PMI 指数创出 16 个月来最高点，显示经济走稳态势进一步明确，多家国际投行第 2 天就上调了当年度中国国内生产总值（GDP）的增长预测。

（4）工业品出厂价格指数（PPI）。

这是一个反映一定时期内全部工业品出厂价格总水平的变动趋势和程度的相对数，包括工业企业售给本企业以外所有单位的各种产品和直接售给居民用于生活消费的产品。通过该指数可以观察出厂价格变动对工业总产值及增加值的影响。

新闻关注主要集中在 PPI 与 GDP 增长、CPI 之间的关联。

从经济学原理上讲，一个健康的经济运行体，GDP 增长与 CPI、PPI 应该是正相关的，具有一致性。根据价格传导规律，PPI 反映生产环节的价格水平，CPI 反映消费环节的价格水平，整体价格水平的波动一般首先出现在生产领域，然后通过产业链向下游产业扩散，最后波及消费品，因此，PPI 一般与 CPI 高度对应，看前者能基本预测后者，也就是说，如果 PPI 增幅明显，则预示 CPI 也会有所增长。

从产业经济学来看，价格波动通过两条路径在产业链中传导：第一条路径

是以农产品为原料的生产，存在农业生产资料→农产品→食品的传导；第二条路径是以工业品为原材料的生产，存在原材料→生产资料→生活资料的传导。从中国经济市场的现实观察来看，第一条产业链的传导即农产品价格波动影响食品价格的波动是符合产业经济学规律的，例如，生猪价格上涨是拉动 CPI 上涨的主要因素。但是第二条产业链的现实传导机制，即工业品向 CPI 的传导却是与经济学规律相违背的，例如，2015 年第一季度的宏观经济数据中，国家统计局公布 2015 年第一季度国内生产总值（GDP）同比增长 7%，该增速创出 6 年新低，前次低点为 2009 年一季度的 6.6%。一季度 GDP 环比增长 1.3%，但是，中国国家统计局此前已公布，3 月居民消费价格指数（CPI）同比上涨 1.4%，涨幅持平上月，调查预估中值为上涨 1.3%。可是当月工业生产者出厂价格指数（PPI）与 CPI、GDP 的增幅出现背离，下跌 4.6%，并且这种情况并非偶然，曾多次出现。再如，2011 年第四季度至 2013 年第一季度，尽管 GDP、CPI 均有不同幅度的增长，但 PPI 却呈现了连续 6 个季度的持续低迷，为过去十年所未有。

出现这种 GDP 增长与 CPI、PPI 背离的情况，首先，可能与多年来部分行业产能严重过剩、生产能力利用率偏低有关，有些企业库存上升、产品滞销、企业效益下降。其次，市场有效需求仍显不足，消费不能起到拉动经济增速的作用。另外，自从 2008 年美国发生金融危机继而影响全球经济之后，中国对外贸易又出现了持续大幅下降的情况，从需求侧而言，曾经拉动中国经济的“三驾马车”：消费、投资和出口，其中两驾都有问题，三条腿出现两条短腿，这就充分说明，当前 GDP 增速主要是依靠“投资”拉动的。因此，GDP 增长与 CPI、PPI 变动方向的背离，暴露的是我国经济运行中存在的一些不可忽视的严重问题，即大规模投资推动的经济增速不可能持久。

接下来谈谈宏观经济中的重要专业数据，即衡量货币供应量变化或影响货币供应量的三组数据。

1. 央行调控手段：基准利率、存款准备金率、正（逆）回购、MLF、SLF

基准利率是金融市场上具有普遍参照作用的利率，其他利率水平或金融资产价格均可根据这一基准利率水平来确定。基准利率是利率市场化的重要前提之一，融资者衡量融资成本，投资者计算投资收益，以及管理层对宏观经济的

调控，客观上都要求有一个普遍公认的基准利率水平作参考。所以，从某种意义上讲，基准利率是利率市场化机制形成的核心。调息的直接影响是企业贷款利息成本发生变化。

对于基准利率调整的新闻关注有基准利率的变化对市场传导的直接传导(影响)：股市变化、企业/个人贷款利息成本的变化、市场流动性变化等，如2015年5次降息降低了个人房贷成本，同时对黄金市场起到推动作用。

新闻报道还关注中国利率市场化的各种改革，包括相关政策、作用领域和作用方式，如2015年6月2日，央行正式公布《大额存单管理暂行办法》，决定自公布之日起，面向个人投资人和机构投资人推出大额存单产品，一年期大额存单的利率约为4.1%~4.2%，这显然要高于目前的存款利率，并且相比同期定期存利率可上浮40%，同时存单可流通、可质押，新闻报道对此进行了多篇报道，并引用多方观点评价这个机制是中国金融市场“利率市场化改革”的关键一步。

存款准备金是指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的在中央银行的存款，中央银行要求的存款准备金占其存款总额的比例就是存款准备金率。这部分是风险准备金，是不能够用于发放贷款的，主要用于控制银行的流动性，该比例越高，执行的紧缩政策力度越大。

新闻关注一，观察调准的频率、幅度、领域对市场流动性的影响，包括股市和企业贷款的影响，并预测相关金融市场的走势。

将调息与调准的调控功能进行比较是常见的新闻分析，如2016年3月央行使用了降准的工具而非降息。有新闻报道认为，在2015年全年央行此前已降息5次、降准5次，存款准备金率由年初的20%降至17%，已属罕见，新闻分析在2016年第一季度又再次降准的原因是制造业PMI连续4个月低于临界值水平，铁路货运量和发电量均下跌，房地产去库存压力大，等等，因而市场的流动性趋紧^①。

新闻关注二，“调准”作为一种数量型工具与调息的价格型工具的影响和使用原因进行对比。数量型工具与价格型工具都属于货币政策的分类，都属于政府或中央银行为影响经济活动所采取的措施，尤指控制货币供给及调控利率的各项措施，用以达到特定或维持政策目标。比如，抑制通胀、实现完全就业或

① 《央行为何这次只有降准而没有降息》，<http://money.hexun.com/2016-02-29/182483225.html>。

经济增长。“调息”的市场传导机制是影响企业和个体贷款成本，从而间接影响资产价格和财务成本及收入预期，使得企业或个体根据宏观调控信号调控自己的行为；“调准”的市场传导并非直接作用于市场本身，而是调控商业银行的贷款冲动，直接影响市场的流动性，从而间接影响企业的贷款规模。因此，调准是数量型工具，调息则是一种价格型工具。

正（逆）回购是央行经常使用的公开市场操作手段之一。公开市场操作是中央银行吞吐基础货币、调节市场流动性的主要货币政策工具，通过中央银行与市场交易对手进行有价证券和外汇交易，实现货币政策调控目标。“正回购”是中国人民银行向一级交易商（商业银行）售出有价证券，并约定在未来特定日期买回有价证券的交易行为，央行利用正回购操作可以达到从市场回笼资金的效果，减少流动性，“正回购到期”则为央行向市场投放流动性的操作；“逆回购”正好相反，是中国人民银行向一级交易商（商业银行）购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为，“逆回购”为央行向市场投放流动性的操作，“逆回购到期”则为央行从市场收回流动性的操作。与央行票据（一种央行的短期债务凭证）比较，正（逆）回购减少了运作成本；与调整存款准备金率比较，正（逆）回购的调控幅度较小，是一种结构性的调控方式，因而对市场影响比较轻微。

新闻关注正（逆）回购的规模和利率变化对市场的传导机制，以及传导影响。一般来讲，央行通过正回购来控制金融机构的流动性，是调控政策收紧的体现，反之通过逆回购来释放流动性。不过，2015 年年中，有一些商业银行一反常态地主动向央行提出正回购，当年 5 月 28 日，中国央行向部分机构进行了定向正回购，期限包括 7 天、14 天和 28 天；价格方面，则以市场利率定价，估计收回逾千亿元人民币。这是为什么？有新闻分析认为此次定向正回购，不能简单视为货币调控政策收紧的信号，反而是资金面宽松的结果，目前部分大行因资金过多，而又无法提前归还中期借贷便利（MLF），同时实体经济有效需求不足、贷款意愿下降，而金融机构风险偏好回落，造成商业银行的资金无处可去才主动向央行申请正回购，以释放过多资金。但是，从现实来看，也有可能反映商业银行的贷款并没有真正落到实处。例如，有商业银行金融市场人士认为有一些商业大银行实际上还是不愿贷款给实体企业，反而希望将过剩的流动性回流到央行以获得利息收入。这说明了目前金融体系最大的问题仍然是资金从金融

机构流向实体经济存在主动“梗阻”^①。

自2014年9月以来，SLF、MLF也成为中国人民银行进行货币调控的政策手段，主要针对金融机构和政策性银行。

常备借贷便利（Standing Lending Facility，SLF）是全球大多数中央银行都设立的货币政策工具，但名称各异，如美联储的贴现窗口、欧央行的边际贷款便利、英格兰银行的操作性常备便利、日本银行的补充贷款便利、加拿大央行的常备流动性便利等。其主要作用是提高货币调控效果，有效防范银行体系流动性风险，增强对货币市场利率的调控效力。中国人民银行于2013年年初创设了常备借贷便利。它是中国人民银行正常的流动性供给渠道，主要功能是满足金融机构期限较长的大额流动性需求。对象主要为政策性银行和全国性商业银行。期限为1—3个月。利率水平根据货币政策调控、引导市场利率的需要等综合确定。常备借贷便利以抵押方式发放，合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等。

中期借贷便利（Medium-term Lending Facility，MLF）于2014年9月由中国人民银行创设。中期借贷便利是中央银行提供中期基础货币的货币政策工具，对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行，可通过招标方式开展。中期借贷便利采取质押方式发放，金融机构提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品。

据中国人民银行于2016年2月发布的报告显示，2015年累计开展中期借贷便利操作（MLF）21 948亿元，向金融机构投放中期基础货币，2015年各季度分别开展MLF操作10 145亿元、5 145亿元、3 600亿元和3 058亿元，期末MLF余额为6 658亿元。上半年，操作期限均为3个月，利率为3.5%。下半年，将期限延长为6个月，利率为3.35%，为引导金融机构降低贷款利率和社会融资成本，11月又将其利率下调至3.25%。这意味着，小微企业和“三农”等重点领域和薄弱环节的融资成本降低^②。

① 《央行定向正回购：不可被简单视为货币从松转紧》，<http://politics.people.com.cn/n/2015/0529/c70731-27073511.html>。

② 《央行：2015年累计开展中期借贷便利操作近2.2万亿元》，http://news.xinhuanet.com/fortune/2016-02/06/c_1118010539.htm。

新闻关注的焦点是与前述调准和正（逆）回购的调控政策相比，MLF 或 SLF 有何差异性。从市场效果来看，后两者的调控更具灵活性和针对性。例如，MLF 的传导机制是通过调节向金融机构中期融资的成本来对金融机构的资产负债表和市场预期产生影响，引导其向符合国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金，从而达到稳定中期政策利率的作用。

央行调整金融机构和银行体系流动性的常规手法是“调整准备金”、“再贴现”和“再贷款”三种方式，借贷便利和中期借贷便利（MLF）是再贷款和票据贴现的补充方式，属于结构型的调控方式，相比调准或正（逆）回购来讲，其幅度要小很多，对银行的影响也相对较小，特别是对于那些即使降低存款准备金率也存在流动性不足问题的金融机构来讲，通过中期借贷便利或者短期借贷便利，再加上银行同业拆借市场，可以灵活地调整自身的流动性，因而更加有针对性。与常备借贷便利（SLF）相比，MLF 并无明显区别，但是中期流动性管理工具更能稳定市场预期，同时既能满足当前央行稳定利率的要求，又不直接向市场投放基础货币。例如，2016 年 3 月 21 日央行在公开市场开展了 1 300 亿元 7 天期逆回购，中标利率持稳于 2.25%。这是央行连续两个交易日放量开展逆回购，加上上周央行就中期借贷便利（MLF）操作向部分银行询量并下调利率 25 个基点，市场人士分析认为，央行再次实施变相“双降”的能量正在积聚^①。

2016 年以来，央行已经两次通过 MLF 操作向市场释放中期流动性并下调 MLF 利率。1 月 21 日，央行对 20 家金融机构开展 MLF 操作共 3 525 亿元，其中 3 个月、6 个月、1 年期均为 1 175 亿元，利率分别为 2.75%、3.0%、3.25%。2 月 18 日，央行曾就 MLF 操作向部分银行询量，并下调 MLF 利率，其中 6 个月期利率由 3.0% 降至 2.85%，1 年期利率由 3.25% 降至 3.00%。2 月 19 日，由于 MLF 到期 1 100 亿元，为保持流动性合理充裕，央行对 20 家金融机构开展 MLF 操作共 1 630 亿元。2016 年 4 月份以来，央行已经三度进行 MLF 操作，释放资金 7 150 亿元。三次操作，均提到一个目的，即引导金融机构加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。央行继 2015 年之后频繁使用 MLF，究其原因，是因为商业银行的流动性吃紧，上海银行间同业拆放利率（Shibor）隔夜品种再次逼近 2% 关口。市场人士认为，造成此次资金面紧张的原因主要

^① 《央行逆回购持续放量，变相“双降”能量正在积聚》，http://news.xinhuanet.com/2016-03/22/c_128821734.htm。

是法定存款准备金的补缴、外汇占款下滑趋势延续、季末因素等^①。

2. 货币供应总量或广义货币（M2）及狭义货币和流通现金

国际上大致的划分如下。货币（M0）= 流通中的现金，即流通于银行体系之外的现金。狭义货币（M1）= 流通中的现金（M0）+ 支票存款（及转账信用卡存款）。广义货币（M2）= M1 + 储蓄存款（包括活期和定期储蓄存款），是经济学中通常所说的货币总量；另外，还有 $M3 = M2 +$ 其他短期流动资产（如国库券、银行承兑汇票、商业票据等）。

中国人民银行的定义如下。广义货币是狭义货币（M1）与商业银行定期存款的总和。由于各种定期存款一般可以提前支取转化为现实购买力，把它算作货币，可以更全面地反映货币流通状况，便于分析和控制市场金融活动。以此类推，储蓄存款、可转让定期存单、易转手的短期债券等作为具有通货性质的准货币，也可按其流动性状况囊括进来，通常用 M2、M3 等作代号进行分类统计，依次递增的准货币在流动性上依次递减。

一般来讲： $M0 =$ 流通中的现金。

狭义货币（M1）= $M0 +$ 活期存款（企业活期存款 + 机关团体部队存款 + 农村存款 + 个人持有的信用卡类存款）。

广义货币（M2）= $M1 +$ 准货币（城乡居民储蓄存款 + 企业存款中具有定期性质的存款 + 信托类存款 + 其他存款）+ 住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款。

$M3 = M2 +$ 金融债券 + 商业票据 + 大额可转让定期存单等，M3 是根据金融工具的创新而设置的。

一般地，M1 反映经济中的现实购买力；M2 不仅反映现实的购买力，还反映潜在的购买力。M1 与 M2 之间的关联性，若 M1 增速较快，则消费和终端市场活跃；若 M2 增速较快，则投资和中间市场活跃。M2 过高而 M1 过低，表明投资过热、需求不旺，有危机风险；M1 过高而 M2 过低，表明需求强劲、投资不足，有涨价风险。

① 《央行这一大招近期频繁出现，对股市有何影响？》，<http://money.163.com/16/0426/07/BLIG13UV00254IU1.html>。

新闻关注主要在于 M2 的规模与增速对中国宏观经济和微观层面的影响。例如, 2013 年 4 月 11 日, 中国人民银行发布的统计数据显示, 3 月新增贷款 1.06 万亿元。同时, 3 月末, 中国货币供应量余额为 103.61 万亿元, 同比增长 15.7%, 广义货币增长 15.7%, 狭义货币增长 11.9%; 流通中货币 (M0) 余额为 5.57 万亿元, 同比增长 12.4%。这是中国货币总量规模首次突破 100 万亿元大关, 几乎 2 倍于 2012 年全年的 GDP 总量 (2012 年 GDP 总量是 53.41 万亿元——笔者注), 同时为美国货币总量规模的 1.5 倍 (美国当时的货币供应量为 64.71 万亿元——笔者注), 引起了市场的高度关注, 尤其对于中国货币总量每年两位数的增幅, 引起了“货币是否超发”的疑问^①。

有媒体认为, 中国货币总量从 2002 年年初的 16 万亿元, 到 2013 年的 100 万亿元, 十多年里我国货币供应量增长超过数倍, 货币总量的扩张节奏跟随实体经济同步变化, 即 M2 与 GDP 之比大致维持在 1.5 倍的水平应属于合理区间, 但现实却远远高出这个比例, 因此媒体认为有可能造成货币超发, 担忧引起信贷扩张和投资趋热, 继而冲击物价和推高房价, 从而使国内消费者利益受损。但是央行也表达了不同的看法。2014 年 1 月央行调查统计司司长盛松成回答记者提问时说: “货币供应量包括 M0、M1 和 M2。中国的 M0 是流通中的现金, 央行真正发行的就是 M0, 即 5.8 万亿元的 M0。而 M1 包括企业活期存款, M2 包括所有的企业存款和居民存款等, 所以 M2 余额多。”盛松成称, 社会上关于“央行发行了所有货币”的理解有误, 央行只发行 M0 部分, 而 M2 增长快主要因为储蓄增长快。一般而言, 储蓄率比较高的经济体, 其货币总量也往往比较高。中国人比较重视储蓄, 国民储蓄率超过 50%^②。

新闻报道还关注 M2 规模与市场实际情况背离现象。截至 2013 年 5 月末, 我国 M2 余额为 104.21 万亿元, 同比增长 15.8%; 银监会公布的数据显示, 截至 2013 年 5 月末, 银行业金融机构总资产为 139.57 万亿元, 比上年同期增长 16.3%。然而, 与此相反的是, 银行间同业拆借隔夜利率自 6 月下旬以来不断上涨, 20 日盘中更是蹿升至 30% 的惊人位置。“钱荒”的多米诺骨牌也砸向了股市, 上证综指、深成指双双创出 4 年以来的新低。究其原因, “银行钱荒”既与

① 《我国货币供应量逼近 100 万亿元》, http://epaper.bjnews.com.cn/html/2013-03/11/content_416656.htm?div=-1。

② 《央行称中国并未超发货币》, <http://finance.qq.com/a/20140116/003067.htm>。

当时结算周期和存款准备金缴存有关,更与中国“影子银行”规模急速扩展有关,也就是说,银行的扩张主要体现在表外融资规模的扩张和表内贷款的大规模增加,其根本原因与 M2 总量规模的急增无法脱离关系^①。

上述不同观点均反映了货币总量在中国宏观经济中的总体与结构性的双重影响。因此,对于货币总量的新闻分析不仅仅建立在其规模发展之上,还要清楚地理解其结构特点对中国宏观经济和微观经济呈现的差异性的传导作用。

3. 地方债务及债务置换

接下来谈谈中国政府债务。地方债务可划分为显性债务和隐性债务两种类型。显性债务一般包括外国政府与国际金融组织的贷款、国债转贷资金、农业综合开发借款、解决地方金融风险专项借款、拖欠工资、国有粮食企业亏损新老挂账、拖欠企业离退休人员基本养老金等,除明确的负债外,常表现为未支付的应付支出。隐性债务则包括地方政府担保债务、担保的外债、地方金融机构的呆坏账、社会保障资金缺口等,在出现金融机构清算等情况时,地方政府将承担资产损失。其中,隐性债务的来源大多是为政府进行融资的地方平台公司,隐性债务也是地方债务风险隐患最集中的领域。

新闻首先关注中国地方政府债务的规模及债务结构,尤其关注债务的形成过程,以及对金融市场的传导机制。

根据国家统计局公布的数据,2014 年全国债务共 94 676 亿元,占当年 GDP 总量 636 910 亿元的 14.90%,比 2013 年债务 85 936 亿元增加 10.17%。但是,根据中国社科院财经战略研究院 2015 年 8 月 3 日发布的中国政府资产负债表显示^②,截至 2013 年年底,中国政府负债超过 56 万亿元,同比增长近两成,其中,政府负有偿还责任的、由地方融资平台所建的债务高达 20.7%;与此同时,中国政府 2013 年资产总额为 111.9 万亿元,同比增长近一成,增速远低于负债增速。当然,各个数据由于统计口径不同,因而呈现了明显的差异性,但地方政府的债务增加却是不争的事实。

① 《银行的钱“挪”向了何处?》, http://news.xinhuanet.com/fortune/2013-06/28/c_124926280.htm。

② 《社科院发布中国政府资产负债表, 负债已超 56 万亿元》, http://finance.ifeng.com/a/20150805/13889712_0.shtml。

有媒体对地方债务进行了统计学分析和现实调查,截至2010年6月末,银行投放给地方政府融资平台的贷款余额达到7.66万亿元。2010年,中央财政国债余额限额7.1万亿元。2010年,中央和地方政府的债务总额超过了15万亿元,占2010年8.3万亿元全国财政一般预算收入的183%。截至2010年,即使考虑基金收入,中央和地方整体债务率必将超过100%。按审计署摸底审计地方债确定的标准,已达到“债务风险较高”的程度^①。

新闻报道还关注债务的化解,即利用金融市场进行“去杠杆”的过程,如关于地方债券的发行,以及这些方式和国家政策对信托和债券市场的影响。2014年9月,国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》出台,其中明确将剥离融资平台公司的政府融资职能。媒体分析这项规定将对信政合作类的基础产业信托现有模式造成冲击,在多位信托分析人士看来,政策风险已是摆在基础产业信托面前的最大风险^②。基建信托最常见的运作模式是信托公司向合格投资者募集资金,以债权、贷款、权益投资等方式投入融资公司,最终投向基础设施建设等项目。融资主体通常是地方城市建设投资公司或者与当地政府关系密切的地方实力企业,信托公司仅作为投融资平台,一般不参与公司运作;截至2014年11月,基建信托尚未出现过违约事件,主要原因是产品风险控制得当,但更主要的原因是这类产品以往均得到政府信用担保(这也是政府隐性债务的来源——笔者注),但根据最新的国务院规定,这些融资平台一旦剥离政府融资职能,势必会失去政府之担保的信用,这部分融资主体的偿债能力或会下降,信托项目的安全垫或会有所削弱。

通过金融市场进行“债务置换”也是化解地方债务的一种方式,即在未来地方政府将在存量债务甄别的基础上,将原来融资平台代表政府的理财产品、银行贷款,以及期限短、利率高的债务置换成低成本、期限长的债务。2015年1月1日,新《预算法》施行,首次在法律层面突破地方政府可举债融资这一限制;2014年9月颁布的《关于加强地方政府性债务管理的意见》(43号文)亦提出,对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务,各地区可申请发行地方政府债券置换。

① 《地方政府平台债清理正深入推进,银行只能慢慢退出》, http://finance.ce.cn/rolling/201104/08/t20110408_16560650.shtml;《地方政府找钱难》, <http://www.yicai.com/news/829794.html>。

② 《基建信托“适应性”创新,权益类产品“大卖”》, <http://trust.hexun.com/2014-11-21/170620051.html>。

截至 2015 年 3 月，财政部已经批复了 3 万亿元的存量债务置换，其中 1 万亿元的额度已经批复到各省财政厅，西南某省获得 300 亿元的额度，目的是为切实减轻地方政府利息负担，将存量债务分门别类地纳入全口径预算管理，主要用于偿还当年到期的地方政府债务本金，逐步将存量债务置换为政府债券；但有新闻分析指出置换债券的前提是基于未来财力增长，即意味着地方政府在未来必须有更强的财力偿还展期债务。2015 年发行的置换债券最长期限为 10 年，通过银行贷款等方式形成的债务被置换的政府债券，需要在 2025 年以前逐步偿还，债务本金总额并未减少；当经济下行压力不断增大，但是就目前地方政府借债情况而言，国家仍然缺乏对地方政府的未来年度偿债结构、期限和规模情况的有效评估和预警，因此，今后数年至 2025 年之前，地方政府的财力增长规模和速度能否满足置换债券到期还款要求仍是未知^①。

万亿元债券置换的方式及资金来源引发了媒体对于中国定向 QE 的讨论^②。据媒体报道，中国政府网 4 月 12 日公布国务院批复的国开行、进出口银行、农发行改革实施总体方案要求，4 月 20 日经国务院批准，央行将以外汇储备委托贷款债转股的方式，注资国开行和进出口银行，金额分别为 320 亿美元和 300 亿美元。新闻分析认为，如果这些资金是央行注资于政策性的金融机构，大多用于购买地方债务，可有针对性地减轻地方政府此前依赖于融资平台的债务负担，同时避免使用降息或降准来达到刺激经济。因此，注资行为相当于间接、定向 QE 及债务货币化，即通过定量货币宽松的方式间接刺激基建投资的贷款。不过，这种新闻分析也引来了不同看法，财政部有关领导人认为此次债务置换由财政部负责这项工作并非央行，因此不能解读为定向 QE。新闻媒体采访专家则认为，首先中国未来市场化改革的核心是为了逐步打破刚性兑付，不仅不会有中国版 QE，甚至还会开启有限违约模式；其次，央行购买政府债不符合法理；最后，从近期公开市场操作来看，央行无论是在“量”的工具还是在“价”的工具使用上都比较谨慎，货币政策应该不会突然跳向 QE。

① 见《刍议地方债置换》<http://news.hexun.com/2016-03-21/182872893.html>。

② 见《中国版 QE 猜想：万亿元债券置换央行会否出手成关键》<http://money.163.com/15/0425/09/A01N5QGD00252G50.html>；《究竟有没有“7 万亿元中国版 QE”？》<http://politics.people.com.cn/n/2015/1027/c70731-27742397.html>。

上述新闻报道对于中国地方债务结构、规模及化解方式，包括有可能引起的金融市场的风险反应，均提供了比较专业而全面的分析报道。

第三小节 微观经济数据的使用与新闻分析

关键词：股权结构 关联交易 定向增发 资产负债率 / 流动比率 / 速动比率 计提成本

一般地，对于上市公司的数据分析来源主要是资产负债表、利润表和现金流量表。现金流量表被称为企业经济的“测谎仪”，因此成为新闻报道要进行分析的重点，新闻报道不仅分析现金流量的逻辑轨迹，还要分析现金流量与企业资产状况和利润之间的关系。

公司新闻报道对财经记者的专业性要求，并非像一位会计师一样可以读懂所有财报，但要像一位审计师一样，专门找一些可能出现问题的领域挑刺。媒体作为信息传播的主要媒介，可以通过提高公司信息透明度、改善信息披露质量等方式，降低中小投资者的信息搜集成本，帮助他们获得更有价值的投资信息，从而缓解其在投资过程中可能遇到的利益侵害问题。

从以往的新闻报道来看，公司新闻报道一般着重向公众股东提供关于企业经营的风险分析，也就是说，着力解决公众股东之于企业内部经营而产生的信息不对称的难题，通过新闻报道分析企业的股权结构及变更过程、企业负债及偿债能力，以及成本结构均为关键之处。下面谈几个可以用来衡量企业经营风险的重要数据。

1. 股权结构及变更

公司经营中首先要关注的焦点是股权结构及变更过程，大股东的组成结构和权重，以及大股东之间的关系均可以为观察一家公司经营能力、发展趋势提供比较宏观的视角。股权结构的形成及变化意味着公司所有者的变化，以及由于这些变化而带来的公司经营方向的变化，与此相关的还有公司分红的方式、大股东定向增持的方式、关联交易的产生。因此，许多重要的新闻调查都是从分析公司股权结构和变更过程开始的。

公司大股东变更是市场十分关注的话题。例如，2015年4月初，在深圳创业板上市的能源类公司易世达进行大股东更替，公司召开新闻发布会称“股权转让的主要起因是原大股东公司的董事长病逝，其家属对该领域并不熟悉，从而决定在财务上另有安排”，在本次股权转让中，原大股东“新余新力科”将其持有的易世达股份的绝大部分即2 582万股，以每股20元的价格，协议转让给一家私募股权投资基金“杭州光恒昱”。股份转让完成后，杭州光恒昱将持有易世达21.88%的股权。新闻报道通过分析两家公司的股权结构提出了三个质疑。（1）该次股权转让的交易价格偏低，20元的转让定价较当时的市场价折让了约35%。对此，新任大股东解释：“目前创业板的市盈率近100倍，我们认为不能从目前的市价来进行估值，我们的并购估值是建立在公司基本面的基础上进行合理定价的。”（2）由于创业板目前不允许借壳上市，市场质疑新任大股东入主易世达有借壳的嫌疑。（3）新任大股东是一家刚刚成立数月的私募基金公司，之前并无能源产业的经营经历，却将管理权委托给一家与本公司没有任何股权关系的浙江创新发展资本管理有限公司进行管理。记者通过梳理浙江创新发展资本公司股权发现，该公司背后通过多重股权关系，最终指向浙江省国资委^①。此文通过公司股权结构的分析及变更过程、原因，最后所呈现的主题是关于股权更替后该公司未来发展的风险分析。

关联交易是公司内部利益交换和财富再分配的重要方式，媒体应该关注的焦点是关联交易是否对中小股东利益有侵害。在金融经济研究领域中，有大量研究通过单变量及多变量回归模型对我国上市公司的关联交易行为进行了实证分析，研究结果显示，公司控股股东持股比例越高、在董事会中所占席位越多，公司的关联交易行为就越多；量化分析还发现上市公司的关联投资与公司绩效之间呈显著负相关关系，即关联交易无法对公司业绩起到提升作用，而是大股东转移公司资源、损害公司利益的途径，这意味着控股股东确实能够借助关联交易的方式转移公司资源、损害中小股东利益。就有研究对五粮液股份有限公司与五粮液集团其他公司间的关联交易进行了案例分析，从股利分配、资产往来、产品往来等多个方面佐证了关联交易对于中小投资者的利益损害^②。例如，2012年3月16日，中联重科（000157.SZ，01157.HK）公告，拟低价转让环卫

① 《一桩充满迷雾的创业板重组》，http://sztqb.sznews.com/html/2015-04/08/content_3189800.htm。

② 姜文娟. 五粮液关联交易与大股东利益输送案例分析[J]. 中国经贸, 2011(8): 88-88.

机械资产予管理层，多位买方研究员均将中联重科的评级下调至卖出，此次拟受让资产的公司为长沙合盛和 / 或弘毅投资，对于二者是共同持股还是仅一方参与还尚未确定。长沙合盛 2012 年 3 月 1 日刚刚成立，詹纯新持有 30% 的股权，15 名公司管理层合计持有 49.4% 的股权。截至目前，长沙合盛尚未开展任何业务，因此有新闻报道质疑中联重科管理层成立该子公司的目的正是为了从上市公司手中受让环卫机械资产。据披露，环卫机械毛利润由 2010 年的 5.92 亿元增长至 2011 年的 9.17 亿元。营业收入增幅达到 59%，超过中联重科整体增速的 44%。从这些数据可知环卫机械产品的毛利率高达 32%，是仅次于混凝土机械和路面机械的优良资产^①。

定向增发也是媒体应该关注的焦点领域。定向增发是指上市公司采用非公开方式，向特定对象发行股票的行为，自 2006 年中国证监会发布《上市公司证券发行管理办法》后，定增便正式成为了中国资本市场中股权再融资的方式之一，并且如今已成功占据了股权再融资市场的主导地位。定向增发行为本身有着其他融资方式无法替代的优势，如针对大股东、机构投资者或战略投资者的定增可以帮助公司获得优质资产，有利于公司以后的可持续发展。同时，定向增发行为是在一级市场中开展的，可以有效避免对二级市场的冲击，既不增加股市扩容压力，又可以让公司获得所需的融资金额。另外，监管机构目前对于定向增发的审核要求和批准程序并不十分复杂，可以有效节约公司的融资时间与成本，也有利于保护公司的商业机密。也正是由于定向增发行为的隐蔽性及定增方面法律制度缺位情况的存在，大股东或其关联方通过定向增发行为进行利益输送、实施对公司利益侵占的行为在现实中成为了可能。《上市公司证券发行管理办法》规定，上市公司非公开发行股票，发行价不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%。据此规定，大股东虽然在定增定价决策中有着较大的发言权，但不得受制于 90% 的折价限额，因此大股东在定增过程中极有可能通过压低定价基准日之前股价的方式，获得较低的定增价格，从而在定增额度一定的情况下获得较多的定增份额，有利于巩固其在公司的控制权。据 Wind 统计数据显示，2014 年共有 600 余家上市公司公布的定向增发预案中，有近 260 家是安排大股东或者是大股东关联方参与定增，占比超过 40%。此外，定

^① 《中联重科：价值 50 多亿元资产转移给管理层》，http://www.cs.com.cn/ssgs/gstt/201203/t20120326_3294797.html。

增也面向公司的部分员工，成为股权激励方案中非公开的模式^①。有研究结果发现，相对于仅针对机构投资者定增、针对机构投资者和大股东同时开展定增两种情况，仅针对大股东及其关联方的定增活动更有可能存在刻意打压定价基准日股价、提高折价幅度的不良行为，从而达到降低增发价格、向大股东及其关联方输送利益的目的^②。

2. 资产负债率、流动比率与速动比率

资产负债率、流动比率与速动比率是衡量企业债务规模及偿债能力的重要指标，也是衡量企业经营风险的重要风向标，财经新闻报道一般将这三个数据合在一起进行考察与分析。

资产负债率是一个反映企业总体经营能力的基础数据，是负债合计与资产合计的比例关系，是一个总体数据，并非结构性分析。

一般来讲，如果一家企业的资产负债率大于 50%，小于 98%，则表示企业处于财务困境状态，即非流动资金不仅占用了所有者权益资金和非流动负债资金，还占用了部分流动负债资金，存在短期负债长期化使用的问题，有可能造成到期的流动负债难以偿还。若企业负债率大于 100%，则表示企业净资产已是负数，处于财务破产状态，企业所有者权益资金全部亏损后，还亏损了部分负债资金。

但是，从现实来看，资不抵债的企业并不一定没有还债的能力，或一定要宣布“破产”，只要这家企业的资金流动性正常，且具有良好的商业信誉，商业银行仍可以考虑为其提供贷款。

相比资产负债率，流动比率与速动比率则反映企业的偿债能力。

$$\text{流动比率} = (\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}) \times 100\%$$

流动比率是流动资产对流动负债的比率，用来衡量企业流动资产在短期债务到期以前，理论上可以用于偿还负债的能力。例如，现金、有价证券、应收账款、

① 《上市公司定向增发花样迭出，大股东成定增主角》，<http://finance.sina.com.cn/stock/s/20140916/020320299145.shtml>。

② 李志华. 上市公司定向增发时机选择行为研究——来自中国证券市场的经验证据 [J]. 财会通讯, 2012 (30): 45-49.

存货、待摊费用、厂房等，基准为 2。

$$\text{速动比率} = (\text{速动资产} / \text{流动负债合计}) \times 100\%$$

速动资产是指流动资产中可以立即变现的那部分资产，如现金、有价证券、商业房产、部分设备、应收账款等，基准为 1。

这两个数据均代表企业“资金的流动性”；如果流动比率小于 1，同时速动比率小于 0.5，则表示资金流动性差；如果流动比率小于 2，大于 1.5，同时速动比率小于 1，大于 0.75，则表示资金流动性一般；如果流动比率大于 2，同时速动比率大于 1，则表示资金流动性好。

但是，从现实情况来看，流动比率高的企业并不一定表示偿还短期债务的能力就很强，因为流动资产中虽然现金、有价证券、应收账款变现能力很强，但是存货、待摊费用等也属于流动资产的项目，则使变现时间较长，特别是存货很可能发生积压、滞销、残次等情况，流动性较差。但是，如果速动比率比较高，则意味着流动资产中容易变现的那部分资产比较多，因此能更直接地表明企业的偿债能力比较强。

例如，2009 年 4 月下旬，中联重科向外透露了一个近 56 亿元的再融资计划。消息一经公布，二级市场即以下跌作出回应，大量资金出逃。5 月 8 日，在中联重科 2009 年投资者沟通会上，董事长詹纯新解释：“中联重科股价近期表现不好，不是企业经营的问题，而是市场对企业再融资的看法不同。”但是新闻报道通过分析其企业的资产负债率和速动比率，认为中联重科在 2008 年进行了一系列的资产收购，包括陕西新黄工、湖南车桥厂、华泰重工、意大利 CIFA 等，带来了外界对其财务状况的担忧。年报显示，中联重科的资产负债率为 76.98%，高于普遍认为合理的负债率 70%，此前，2007 年为 64.81%。年报还显示，公司 2008 年年末仅短期借款就较 2007 年增长了 457.87%，达到 46.18 亿元，短期偿债需求增加迅速，但反映公司短期偿债能力的相关指标却未有改观，公司流动比率从 2007 年的 1.44 降为 2008 年的 1.08，速动比率也由 0.94 下降到 0.68，均小于安全标准 2 和 1，显示 2009 年公司的偿债指标都已经恶化到了危险的水平。另外，从现金流来看，年报显示 2008 年公司实现经营活动净现金流为 3.13 亿元，同比下降 32.03%，而这一趋势在 2009 年显得更为明显，公司 2009 年第一季度的经营活动净现金流为 -6.43 亿元，使原本缺钱的中联重

科更缺钱。因此，新闻报道分析中联重科增发的主要目的是缓解现金流压力^①。

3. 资产减值及计提方式

资产减值是一项与企业财务利润紧密相关的指标，其中又包含多种资产的减值准备，计算项目和过程十分复杂，减值多少直接关系到利润增减。从现实案例来看，这是企业最有可能产生信息造假或数据失真的重要领域，因而也成为财经新闻重点关注的领域。

资产计提减值的前提是资产的账面价值超过其可收回金额。判断资产是否减值，应依据资产可能已经发生减损的某些迹象，如果存在任何一种迹象，则企业应对其可收回金额进行正式估计。货币资金、应收票据、预付账款、长期待摊费用等资产均应该计提相应的减值准备。

中国《企业会计准则》由财政部制定，于2006年2月15日发布，自2007年1月1日起施行，本准则对加强和规范企业会计行为，提高企业经营管理水平和会计规范处理，促进企业可持续发展起到指导作用。2014年，财政部相继对企业会计准则的各项条款进行增删修订，其中，《企业会计准则第8号——资产减值》对资产计提减值的各项内容做了详细的规定^②。

一般来讲，新闻报道关注的是资产计提八项减值准备，分别是：（1）对应收账款和其他应收款等应收款项计提的坏账准备；（2）对股票、债券等短期投资计提的短期投资跌价准备；（3）对长期股权投资和长期债权投资等长期投资计提的长期投资减值准备；（4）对原材料、包装物、低值易耗品、库存商品等存货计提的存货跌价准备；（5）对房屋、建筑物、机器设备等固定资产计提的固定资产减值准备；（6）对专利权、商标权等无形资产计提的无形资产减值准备；（7）在建工程减值准备；（8）委托贷款的委托贷款减值准备。

有的企业通过改变存货的计提成本虚高利润。例如，2011年3月，拥有多个实体店铺的“海澜之家”准备“IPO”，有新闻报道通过分析其招股书中“计提成本”的数据，提出了如下两个新闻问题：（1）海澜之家的存货周转率仅为0.77，

① 《董事长詹纯新详解中联重科56亿元融资计划》，<http://finance.ifeng.com/stock/ssgs/20090512/647527.shtml>。

② 见中华人民共和国财政部官方网站：http://kjs.mof.gov.cn/zhuantilanmu/kuaijizhuanzeshishi/200806/t20080618_46240.html。

即 460 多天才周转一次，并且老款衣服还可以接近原价的价格卖出，这是为什么？（2）2010 年年末 39 亿元的存货仅计提了 820 万元的存货跌价准备，计提成本仅为 2.1%，比同行低了许多，这又是为什么？新闻报道还通过行业数据分析发现，同业其他大多数公司的存货周转率和计提比例都比海澜之家高出数倍以上。以价格而论，在服装行业，产品淘汰速度很快，一般过了季就要打很高的折扣，超过一年的产品其价值只有成本价的 10%~20%，6 个月的产品若还在库存，则充其量也只能卖到成本价的 50% 左右，如一年过季还能卖到成本价的 30% 已算很好的业绩。以计提成本而论，上市公司七匹狼公司 2010 年年末 3.57 亿元的库存商品就计提了 8 146 万元的跌价准备。

其他可能用来改变计提成本的方式还有随意改变应收款的计提政策。记者在分析财报数据的时候，应该注意上市公司财务报告的利润波动幅度是否偏大，是否时高时低，有时还出现亏损，可以查查公司的应收账款及计提时间和计提比例——有可能是公司任意改变了应收账款的计提时间或比例，应收账款常常作为“收入部分”，但公司财务计提成本，或计提比例很低；过了数个财报周期，计提成本已经无法隐瞒了，只好一次性地呈现了所有的“计提成本”，这样，利润自然大幅减少。此外，存货和存货跌价也是资产计提中自由度比较大的项目，许多企业为了年报上的收入和利润比较“好看”，经常延迟存货计提时间，在账面上减少成本、拉高利润。

本章小结

财经新闻报道范式面临着挑战。毫无疑问，财经新闻报道从其信息特质、受众需求及新闻信息社会功能与传统经验相比，均发生了巨大的变化。如何适应这些时代的变化，使得我们必须重新思考财经新闻报道的方法论。

首先，新闻的新鲜性和时效的本质特征，决定了财经新闻必须对新鲜事物进行探查，在市场经济的常态中找寻那些不寻常的人、现象或者故事。其次，财经记者还必须对这些新闻事实和新闻发展的规律进行真实而客观的描述。最后，财经新闻报道还需要对这些事实进行深度的解释，并且这种解释还必须体现出中国经济发展的一般性和特殊性。

因此，参照社会科学研究的方法论，从探索、描述和解释三个基础目标出发，并经过大量案例的研究与发现之后，本书认为财经新闻报道至少需要三种方法论：（1）从数据和文献的收集与分析中发现新闻问题；（2）运用逻辑方法对财经现象进行分析；（3）常规财经数据分析。

社会科学的研究设计要确定观察的角度、研究的对象及研究的目标，针对研究设计中的时间问题，研究者有两种主要的选择：历时研究和截面研究。财经新闻报道也应该借鉴这两种研究方法为报道建构用于报道的基本数据库。

在人类的认知和思考活动中，逻辑演绎和推理起着十分重要的作用。每当重要新闻发生的时候，那些事实详尽、条理分明的新闻分析总是令人惊讶。这种似乎对新闻事件的发生预卜先知的能力，其实是依靠事实规律进行逻辑推理而得到的。建立推理的思维能力，离不开各种逻辑思维的训练。

本章结合财经新闻现象，主要阐述了在新闻分析中经常遇到的两个逻辑思维：二难推理和充足理由定律，同时还分析了各种常见的逻辑谬误。“二难冲突”的经济现象在我们生活中比比皆是，尤其随着国民经济的高速发展，人们的精神需求与物质需求都在上涨，对自己权益和生活质量有了新的认知，经济生活与社会生活均发生了诸多“冲突”。新闻报道分析这些“冲突”的财经现象涉及三个层面：首先，分析并解释“冲突在哪里”；其次，寻找“为什么会产生冲突”；最后，寻找“如何解决这个冲突”。逻辑学定律还告诉我们，若使分析推理和论证过程做到“言之成理，持之有效”，具有一定的说服力，就要让思维的展开符合充足理由定律。学会使用这条分析规律，首先要分清什么是必要条件和充分条件，这能帮助记者们清楚地思考问题和避免陷入争议。这种逻辑分析有助于公众厘清新闻事件的内在基本机理，对事件有一个基于社会现实背景下的清晰认知。从对案例的分析来看，如果一些因素是导致问题的必要条件，那么意味着解决这个因素是十分必要的，可能需要政府介入或利用政策进行指引；如果有一些因素是充分条件，则不必然要解决这些因素，因为是因人而异的，解决之道必须有针对性，而非通过政府外力的介入进行“一刀切”，有时交给市场反而是优选之道。

逻辑谬误的主要表现形式有违反充足定律，或是“假两难推理”，或是后此谬误、以偏概全、因果错配，或是偷换概念。

逻辑推理帮助记者推理出了新闻事件的发展脉络，并提出了新闻问题。那么，数据分析则为新闻问题提供了必不可少的、最核心的，也有可能是最具说服力的佐证。本章比较了几种数据统计的方法，从宏观与微观看同比与环比的差异，从现实情况来比较平均数、众数、中位数以及加权平均的意义区分，以及比较比例与比率的用法差异。本章运用案例说明如何使用宏观和微观的经济数据，同时提炼各种新闻关注的要点。

简而言之，借助社会科学研究的方法论，财经新闻应该重构自身报道方法论，以适应日渐复杂多元的中国财经现象。

第四章



财经新闻报道的采访与采访突破

关键词：框架策略 采访提纲 多点突破 渐进突破

本章核心问题：为什么要建构新闻采访的框架策略？如何理解“微观层面→中观层面→宏观层面”的采访框架策略？宏观经济新闻、金融经济报道、产业与公司新闻及法制新闻如何在这个策略之下建立采访提纲？在正常采访难以进行的情况下如何采访突破？如何进行采访的多点突破和渐进突破？

新闻工作者借助社会学研究方法，对财经现象进行了逻辑分析与研究，提炼新闻问题，为新闻报道打下一个坚定而广博的基础，对新闻事件或新闻现象进行本质性、真实性的判断，这都是财经新闻报道的必备功课，对新闻报道的

实践与实施起到至关重要的作用。新闻采访就是在这些研究与分析的基础上进行实地调查与取证。

听记者们讲述采访过程艰辛而富有戏剧性的细节经常是课堂上最受欢迎的环节。的确，每一个重大的调查报道背后都有记者和编辑无比辛苦的采写过程。焦虑、不安、兴奋、低落、挫败、抑郁，所有浓烈的情绪都有可能在这个过程中产生，但最令人紧张的是，新闻报道刊出后各方的反应，特别是深度调查类报道，有可能引出当事人的强烈抗议、甚至诉诸法庭。但是，无数事例证明，真正独立、客观和真实的新闻报道，总是会赢得公众的尊敬和荣誉。

每个记者，因为个人风格和性格不同，社会关系不同，思维方式也有所不同，其采访方式亦各有风采，但万变不离其宗，本章拟总结新闻采访如何建构采访框架，在正常采访难以进行的情况下如何采访突破。

第一节 建立新闻采访的框架策略

本节将着重介绍新闻采访的实施过程。较之一般性新闻采访，财经新闻有一个显著特点：可以“就事论事”，但又“不能仅限于就事论事”。财经新闻采访的主要过程是获得新闻事件的各个事实细节，尽可能地还原新闻事件，但市场经济的现象或事件并非孤立产生，它们势必与其他利益相关体、局部经济环境、制度设置或宏观环境紧密关联。因此，新闻采访不能满足于仅采访新闻事件，而要进行更广泛的采访。

这种广泛的新闻采访如何实施？经过大量案例研究与分析发现，首先，要建构各类财经领域采访的框架策略；在此策略基础上草拟采访提纲，包括确定采访对象和采访内容，继而地，由于财经新闻事件的复杂性，通过正常途径的采访往往不能获得有价值的信息，采访经常需要者多方突破。

第一小节 新闻采访的框架策略

前文曾提到，相比于一般新闻采访，财经新闻的核心特点是复杂性与多元性，财经新闻的新闻主体不仅仅是新闻事件本身，亦有可能与产业发展、国家或地

方的相关经济政策都有关系，也有可能与历史事件及变迁有关联。因此，这种复杂与多元性既体现在新闻事件的内涵、发展与变化过程中，亦体现在新闻专业主义与财经专业知识的交融而行之中。

任何新闻事实均是在一定的时空中展开的，而展开的过程必然会形成一些既相对独立又相互关联的部分或片断事实。根据新闻事实及其重要性和逻辑关系，可以将这些片断事实（可称为新闻的有机构成）分类为“主要事项”、“次要事项”、“边缘事项”和“背景事项”等^①。但这只是将新闻事件看成静态的事实构成，实际上，新闻事件是根据自身的内部运动规律或事实真相的本源而不断地发展、延展的。因此，在实施采访之前，财经新闻工作者不能拘泥于某一个新闻事件及所包含的各种片断事实，还必须建立一个更能符合财经新闻事件发展的内部规律的“框架策略”。

框架策略的主要目的是建立新闻报道采访从宏观到微观的思考路径。一个优秀的新闻报道绝不能仅仅依赖于对新闻事件本身的报道与挖掘，尤其是财经新闻的报道，某个即时发生的新闻事件可能只是复杂的经济体系运行到某一个节点或某一阶段的终端表征，是一种“现象真实”。因此，从新闻事件开始溯源，进行新闻事件背后的新闻真相的认知与调查，从新闻现象看到新闻内里，从新闻现在看到新闻未来，才是一个合格的财经记者必须做的工作。

本文认为，依据新闻报道的规律和财经新闻的本质，财经新闻记者应该从“微观层面→中观层面→宏观层面”三个层面思考新闻事件的本质规律。

第一步，微观层面是新闻采访必须涉及的首要内容，也是最重要的内容，包括新闻事件的主体事项和次要事项，以及新闻主体与其各个利益相关方之间的关系形态。

第二步，为了探寻新闻事件产生的原因，新闻采访往往从微观采访中延伸到中观层面，对新闻事件进行背景事项、边缘事项的调查，这有可能涉及产业发展规律、区域经济发展现状，以及这些发展与具体经济制度之间形成的具体的关系张力。

第三步，绝大多数重大的财经现象或财经事件的出现，不可避免地与中国

^① 杨保军《报道对象——新闻事实》，《新闻活动论》，P178—196，2006，中国人民大学出版社。

宏观环境有着直接或间接的关联，偶然之中蕴含着必然，几乎每一个系列事件或同类事件产生的背后，都涉及中国当代经济发展背景、历史过程及相关的制度与政策。

不过，从产业经济学和政治经济学等角度而言，金融市场新闻、宏观经济新闻、产业与公司新闻及经济法制新闻均有着显著的专业差异性。下面先分析这些差异性，然后在这些差异性之上建构其采访策略。

第二小节 金融新闻采访的框架策略

金融新闻是财经新闻领域中的重要分支，这与它在国家支柱型产业中的举足轻重的地位有关，它的特点是具备产业和宏观环境的双重复杂性。以产业而言，金融新闻事件发端于证券和银行市场，经常引起市场波动，却与各个实体经济紧密相关，其产业关联性是其他行业所不能企及的。以宏观环境而言，金融市场还与国家宏观政策和制度的调整唇齿相依，几乎荣损共存，双方之间的高传导性同样是其他产业无可比拟的。

根据《中国银行业从业人员资格认证考试辅导教材：公共基础》中的定义，金融市场又称为资金市场，包括货币市场和资本市场，是资金融通市场。所谓资金融通，是指在经济运行过程中，资金供求双方运用各种金融工具调节资金盈余的活动，是所有金融交易活动的总称。一般分为直接融资和间接融资两种，直接融资是资金供求双方直接进行资金融通的活动，也就是资金需求者直接通过金融市场向社会上有资金盈余的机构和个人筹资；与此对应，间接融资则是指通过银行所进行的资金融通活动，也就是资金需求者采取向银行等金融中介机构申请贷款的方式筹资。金融市场对经济活动的各个方面都有着直接的深刻影响，如个人财富、企业的经营、经济运行的效率，都直接取决于金融市场的活动。

金融市场是由许多不同的市场组成的一个庞大体系，根据金融市场上交易工具的期限，把金融市场分为货币市场和资本市场两大类。货币市场是融通短期（一年以内）资金的市场，资本市场是融通长期（一年以上）资金的市场。

货币市场和资本市场又可以进一步分为若干不同的子市场。

货币市场包括金融同业拆借市场、回购协议市场、商业票据市场、银行承兑汇票市场、短期政府债券市场、大面额可转让存单市场等。资本市场包括中长期信贷市场和证券市场。中长期信贷市场是金融机构与工商企业之间的贷款市场；证券市场是通过证券的发行与交易进行融资的市场，包括债券市场、股票市场、基金市场、保险市场、融资租赁市场等^①。

金融报道的采访策略可遵循如下策略。

金融报道的微观层面是所有财经新闻报道中重要的内容之一，财经记者必须了解如下内容。

（1）中国货币市场和资本市场的微观表现，其中涉及各种金融产品（包括各种金融衍生品）的形态、交易规模和交易成本。

（2）各类市场之间的相互作用力和影响。例如，在资本市场中，股票、基金、债券和信托等各类市场是如何交互串联成一个完整的系统的，观察与分析资产证券化的过程，以及微观风险是如何在这个系统中进行微观传导扩散并放大的。

（3）银行业改革的实施过程与金融混业经营的具体表现。

金融报道的中观层面关注如下内容。

（1）货币市场与资本市场之间的相互作用力和关系，观察资金流动性是如何在这两个市场之间流转的，也就是说，金融市场交易之间不是单纯的买卖关系，更主要的是借贷关系，因此观察金融市场的流动性，实际上是分析资金所有权和使用权相分离的微观模式。

（2）必须以风险控制为导向，金融行业就是经营风险、跟风险打交道的行业，必须注重管理风险的能力、为风险定价的能力，特别是关注市场中长期的系统风险，还有隐藏在技术和资本背后的道德风险。

金融报道的宏观层面关注金融市场的制度建设及其外部性。采访策略的重心应该以市场经济规律为报道导向，而非以国家或管理机构的相关政策、法规，或以投资机构的投资趋势为导向。政策制定者包括政府及其他有关部门，其往

^① 《中国银行业从业人员资格认证考试辅导教材：公共基础》，中国银行业从业人员资格认证办公室编，北京：中国金融出版社，2010。

往影响金融体制中的外生变量，改变游戏规则，开放、开发或约束金融市场，中国大部分经济领域发展的现实状况是由部门规章代替法律法制的建立；而部门规章则涉及部门利益，同时部门利益是有历史沿革和历史背景的。因此，在报道新闻事件时，要强调制度建设，把握制度建设的来龙去脉和利益关系，分析政策制度上在现行现实环境中所呈现的外部性，聚集制度与现实之间的冲突和戏剧性——这或许是中国财经新闻报道的最主要的目标，即对中国当今新闻事件所涉及的制度建设包括法律、法规、行政条例的现状，通过事实与数据进行分析，从而为制度完善提供可参考性的报道。

例如，在报道“影子银行”时，微观层面必须关注地方政府债务结构、城投债、基建信托产品、银行资产池、银行平台业务、地方政府融资平台等微观现象及运营方式；中观层面则应该分析2008—2013年中国宏观政策调控之下的金融系统和非金融系统之间的资金流向，其中涉及地方政府的债务、企业贷款、银行平台业务和表外业务、信托业务、债市、股市等各个环节之间的互动关系；宏观层面则应该了解国家对金融创新的鼓励和监管机制。

第三小节 宏观经济新闻采访的框架策略

宏观经济是与微观经济相对应的概念。市场经济中以个人、家庭和企业为单位进行的生产、分配、交换、消费活动即微观经济。现代市场经济仍以单个微观经济主体为基本单位，但随着市场规模不断扩大，商品交换日益发展和生产社会化程度越来越高，经济活动已不再是单纯的个体行为，而日益呈现出相互联系、相互影响的整体特征，整个经济运行越来越表现出明显的总量、综合和全局性特征。

广义政策指政府、中央银行和其他有关部门制定的所有有关货币方面的规定和采取的影响金融变量的一切措施。

宏观财经新闻的微观层面关注国民经济或国民经济总体及其经济活动和运行状态，如由国家统计局、海关总署、中国人民银行及国家财政部等国家机构定期发布的国民经济的总值及其增长速度，物价增幅，制造业指数，劳动就业率，国民收入，国家财政收入，货币发行的总规模与增长速度，以及进出口贸易的规模波动，等等。

宏观经济报道的中观层面如下。

(1) 关注引起宏观数据发生变化的货币政策、财政政策及产业政策。狭义的货币政策是重中之重，是指中央银行为实现其特定的经济目标而采用的各种控制和调节货币供应量或信用量的方针和措施的总称，包括信贷政策、利率政策和外汇政策。货币政策分为扩张性货币政策（积极货币政策）和紧缩性货币政策（稳健货币政策）。当在经济不景气时，中央银行采取措施降低利率或调低存款准备金率，以及采用逆回购和央行票据到期等公开市场操作向市场投放流动性，引起货币供给增加，刺激投资和净出口，增加总需求，称为扩张性货币政策。反之，经济过热、出现比较高的通货膨胀时，中央银行采取一系列措施减少货币供给，以提高利率、调高存款准备金率，以及通过发行央行票据和正回购等公开市场操作方式回缩市场流动性，抑制投资和消费，使总产出减少或放慢增长速度，使物价水平控制在合理水平，称为紧缩性货币政策。中国目前实行的是“稳健的货币政策”和“积极的财政政策”。

(2) 关注一系列财政政策，观察与分析财政支出与税收的政策变动是如何影响和调节总需求进而影响就业和国民收入的。收入政策，观察政府通过强制性或非强制性的限制工资和价格的机制来影响或控制价格及对市场经济的外部性影响；产业政策，观察与分析政府对产业的形成和发展进行直接干预的各种政策，是否达到了弥补市场失效，提高资源配置效率，保护幼稚产业的成长和进出口产业等目标。

宏观经济报道的宏观层面，关注宏观调控系统机制或顶层制度的设计与改革，如与实体经济、民生经济相关的“需求侧”或“供给侧”改革和“负面清单”等制度改革，以及与金融市场相关的“去杠杆”机制等。

例如，关于货币发行规模与增速的报道，新闻的微观层面关注货币发行总量（M2）的历年规模与增速，同时分析与之相关的狭义货币（M1）二者的关联性。一般来讲，M1 反映经济中的现实购买力；M2 不仅反映现实的购买力，还反映潜在的购买力。M1 与 M2 之间的关联性，若 M1 增速较快，则消费和终端市场活跃；若 M2 增速较快，则投资和中间市场活跃。M2 过高而 M1 过低，表明投资过热、需求不旺，有危机风险；M1 过高而 M2 过低，表明需求强劲、投资不足，有涨价风险。同时，还要与 GDP 的增速进行比较，观察是否在合理区间之

内，M2 与 GDP 之比大致维持在 1.5 倍的水平应属于合理区间，但现实却远远高出这个比例。

新闻的中观层面还必须关注 M2 的规模快速增长的原因及有可能引起的各种后果，是否有可能造成货币超发？并引起信贷扩张和投资趋热？流通中的现金与消费物价水平的变动密切相关，是否会冲击物价和推高房价，从而使国内消费者利益受损？新闻报道的中观层面还关注 M2 规模是否与市场实际情况产生了背离现象。即 M2 的扩增的流动性去了哪里？是否如预期目标所示刺激了市场有效投资？还是刺激了影子银行的扩张，或者减轻了中小微企业的融资成本？银行业的扩张是否与之有紧密关联？

新闻的宏观层面则可能关注中国货币政策的顶层设计，这包括货币政策的目标调整及产业政策的调整。在稳定物价和充分就业之间如何寻找平衡？如何进行产业结构调整以减少 M2 规模的被动增长并达到国际收支基本平衡？M2 规模增速过快实际上与中国国民经济结构中的出口经济有密切关系，我国出口经济长时期处于巨额顺差，因大量购进外汇而增发本国货币，因而被动性地增加了货币供应总量。

第四小节 产业与公司新闻采访的框架策略

产业经济包括产业结构、产业组织和产业布局，以及调节供给的产业政策，即通过促进或限制某些产业的发展，改造产业结构，调整各产业之间的相互关系，使供给总量和结构都能满足需求，实现供给与需求的总量、结构的平衡。其中，产业组织是产业发展的核心，垄断是其发展的重要目标，企业的行为与策略决定着组织的结构与垄断力量的运作，企业之间既相互竞争又协同一体，这些都成为了新闻报道的重点内容。

新闻的微观层面关注公司内部信息，如股东结构及变更，内部交易，财务报表的信息，关于债务和利润的各种数据及金融市场表现；还必须关注企业参与的市场定价与寻租行为，产品之间的差异化竞争，企业声誉，各类市场的准入门槛，包括行政力量的具体干预等。

新闻的中观层面则应该关注这些公司所在产业的如下 4 个方面。

(1) 与地方经济特色相关联的特点，这些产业是否是地方政府大力推进的产业，还是自发于市场经济？

(2) 这些产业在国民经济中的所属地位及产业关联性如何？同一产业内的企业之间是如何以依托的方式进行关联的？例如，产品与劳务、生产技术、价格、投资是以何种联系的方式呈现的？同一产业间的企业的供给与需求的联系又是如何呈现的？是单向联系还是双向或环向？企业之间因为这些关联形成了何种竞争或合作的竞争关系？

(3) 所在产业的相关政策环境，产业政策具有导向作用，在中国尤其明显，新闻报道应该关注这些导向作用是否可以起到调整商品供求结构的作用，是否通过差别利率等信贷政策对资金市场进行调节并有助于企业资金合理流动和优化配置，是否通过建立产业横向合作，特别是经济开发区打破了地区封锁和市场分割。

(4) 还必须关注市场外部性体现在哪些方面，是如何产生的。外部效应是作为经济主体决策过程中未考虑到的一种伴随效应，从资源配置角度来看，外部性有可能使资源配置产生低效率，外部效应越广，市场价格机制作用就越小，新闻因此关注外部效应实际是在提供市场风险预警的功能。

新闻的宏观层面则关注国家对产业发展的政策调整，以及与其他宏观政策，如货币政策、财政和消费政策的关联性。

例如，新闻报道上市公司中联重科和三一重工之间的行业竞争。新闻的微观层面关注这两家上市公司的竞争领域：产品，价格，企业规模 and 市场份额，创始人、物、点，广告营销方式，发生直接冲突的事件和原因，两家上市公司的市场表现，等等。新闻的中观层面关注这两家上市公司所在的中国重型机械产业处于寡头垄断竞争的市场规模，两家公司在产业中处于何种关联的关系，产业在地方经济结构中的占比，企业与地方政府的关系，企业之间竞争的外部性体现在哪些领域，等等。新闻的宏观层面则关注国家的产业政策及相关的准入门槛。

第五小节 法制财经新闻采访的框架策略

经济犯罪是指在商品经济的运行领域中，为谋取不法利益，违反国家法律规定，严重侵犯国家管理制度、破坏社会经济秩序，依照刑法应受刑罚处罚的行为。经济犯罪主要包括两大类：一类是我国刑法分则第三章规定的破坏社会主义经济秩序罪；另一类是我国刑法分则第五章规定的侵犯财产罪，除此之外，我国刑法分则其他章规定的某些侵害社会主义经济关系的犯罪，如制造/贩卖假药罪、贩毒罪、贿赂罪，也属于经济犯罪的范畴^①。

与金融市场新闻、宏观经济新闻和产业与公司新闻比较而言，法制类的财经新闻报道则更为复杂，采访也更为艰难，涉及的主要领域有寻租式的经济腐败、金融犯罪及其他具有重大社会影响的经济犯罪。

新闻的微观层面涉及各个案件的具体事实及各个事实之间的相互关系，以及各个案例主角之间的相互关系、历史溯源等。

中观层面涉及产生犯罪事实的社会环境，从中寻找犯罪事实与社会环境的哪些因素产生了直接或间接的关联，这些关联是通过哪些渠道建立的，并从类似的案件中寻找个体制度或市场机制的漏洞，从而为制度的改变提供事实证据。

例如，在报道寻租式的经济腐败案例时，新闻报道的中观层面应该关注寻租行为产生的制度起因。布坎南在分析社会寻租行为时将政府设租的起因及效果分为如下三种类型。

(1) 无意制造了寻租空间。政府为了良好的目标而干预社会经济，但结果是创设了租金，给寻租活动创造了机会，如国企产权改革，就有可能因为“内部人控制”的暗箱操作而致国有资产流失。

(2) 被动制造寻租空间。政府为了刺激社会经济的发展主动创租，但往往给某些寻租者带来寻租的良机，而一旦寻租者拥有了政府所创设的租金，寻租者就组成了政府创租政策的利益集团。这些利益集团为了保护自己的既得利益，竭力反对进行政策变更，减少或者取消租金。例如，国家曾经为了刺激某些新

^① 《中国惩治经济犯罪全书》，高铭喧、王作富主编，中国政法大学出版社，1995年。

兴产业或地方经济，大规模进行基建投资，但这往往成为了腐败的“重病污染区”。

(3) 主动制造了“寻租”。政府官员本身动机不纯，利用自身掌握政策制定的主动权或优越性，从而成为分利集团，并因此造成了社会腐败。例如，前商务部郭京毅案，就是他与其同事、同行和大学同窗形成了一个以自我技术与权力为中心的受贿利益盟。

在报道金融犯罪和其他重大的经济案例时，中观层面要关注产生这些金融违法现象的经济环境，探寻类似案件的共同点，尤其关注自由市场经济的发展与现行经济制度之间的矛盾之处。

宏观层面则涉及中国经济改革推动的相关重大领域的发展，或重大宏观调整政策及重点区域的发展策略等。

第二节 建立采访方案

采访策略为新闻报道建构了一个立体而动态的系统性的报道思维框架与采访指向，并在此基础上，采访团队草拟采访提纲。

第一小节 建构采访大纲

一般来讲，在讨论采访提纲之前，编辑和记者们会根据采访的框架策略先拟一份采访大纲，这是因为专业采访领域有其各自鲜明的特点，采访内容不能一概而论；但更重要的是因为大量财经新闻并非是单一事件，而是多个事件通过多种逻辑关联和现实因素形成了多层次的交互关系。所以，先整理出一份粗略的采访大纲为具体执行的采访过程提供了合适的“采访导向”。

现在以“上海社保案”为例，在框架策略上整理出一份采访大纲。

案例概述：

2006年7月，据上海企业年金发展中心提交的起诉书称，上海年金发展中心先后将34.5亿元的资金通过委托资金运营的方式拆借给福禧投资及其股东沸点投资，用于收购高速公路等资产。据上海社保局福利保险处有关人士透露，

截至 2005 年年底，上海年金发展中心管理的资金在 110 亿元以上，占全国年金总额的 1/6。也就是说，上海 1/3 的补充养老保险资金都借给了张荣坤使用。

2006 年 7 月 17 日，上海市劳动和社会保障局局长祝均一因涉嫌违规使用 32 亿元社保基金而被隔离审查，涉案金额达百亿元人民币的上海社保基金案也随之浮出水面。本次社保案堪称 1978 年大陆改革开放以来“上海第一案”。

案中有案，另外一起关联案件是上海市城市建设投资开发总公司持有的上海路桥发展股份有限公司的股权限期被非法转让给民营企业福禧投资控股有限公司。后者由于缺乏资金而通过人际关系向上海社保局时任负责人祝均一筹资，祝均一以社保金委托理财之名擅自将资金挪用给福禧投资的董事长张荣坤。

中共中央政治局原委员、上海市委原书记陈良宇 2008 年 4 月被天津市第二中级人民法院以受贿罪、滥用职权罪两项罪名一审判处有期徒刑 18 年，没收个人财产人民币 30 万元。陈良宇涉及两宗大案。其一，2002 年，陈良宇在担任上海市代理市长、市长期间，违反有关程序规定，擅自决定将上海市城市建设投资开发总公司持有的上海路桥发展股份有限公司的股权限期转让给福禧投资控股有限公司，导致该股权价值未按规定进行评估而被低价转让，给国家造成直接经济损失 3.2 亿余元。其二，2004 年，陈良宇在担任中共上海市委书记期间，违反规定，帮助某公司从上海市劳动和社会保障局融资，致使 10 亿元社会保险基金被违规动用而置于巨大的风险之中。

2008 年 6 月 22 日上午，福禧投资董事长张荣坤因犯单位行贿罪、对公司人员行贿罪、操纵证券市场罪、欺诈发行债券罪和抽逃出资罪，五罪并罚，被判处有期徒刑 19 年。张荣坤被扣押的 13 亿余元资产全部没收，张氏控制的两个被告单位——上海沸点投资发展有限公司（以下简称“沸点投资”）被处罚金 2.32 亿元，福禧投资控股有限公司（以下简称“福禧投资”）被处罚金 5 000 万元，合计约 16 亿元。

从新闻主体事实来看，上海社保金非法挪用案是主要案件，涉及近 30 位政府官员、企业高管，原陈良宇秘书、上海市宝山区区长秦裕，原上海电气集团总公司常务副总裁韩国璋，原上海新黄浦集团董事长吴明烈，原上海工业投资集团总裁王国雄四人一审被判处无期徒刑。各人受贿金额均在 500 万元以上。同时还涉及高速公路的国有资产产权非法转让的案件。

该大案比较复杂，涉及地方经济建设及社会保金的委托理财的政策，同时涉及民营资本进入国家垄断领域的相关政策。该案件的案情错综复杂，涉案人员众多，项目规模大，案中有案。

根据上述采访策略框架，可以先拟就一份具有概括性的采访大纲。

微观层面关注各个案件的犯罪事实——三个主角：陈良宇、张荣坤、祝均一，各位主角的人际关系是如何互动的？项目与资金的流转过程及原因是什么？造成的负面影响具体有哪些？如何评估？

中观层面关注这些犯罪事实产生的社会环境，包括政策环境和地方经济特色。上海社保金案是在上海社保金的委托理财制度规定之下，由上海市社保局对社保金进行保值增值服务以弥补缺口；陈良宇涉案的高速公路的 BOT 项目则是根据上海地方有关民营资本开放进入国家基础设施建设领域而开展的。这两个地方政策是新闻报道必须要了解的中观背景，这些地方政策是如何制定的，以及制定的原因是什么？如何执行的？政策的外部性在哪里？如何体现的？

宏观层面则关注社保金的增值的刚性需求以及国内外的做法比较，政府基础设施建议的项目外包或政府购买政策。

通过这个采访大纲，编辑们就可以向记者派发具体的采访工作了，每位记者根据自己所负责的部分再讨论和建立采访提纲。

第二小节 建立采访提纲

面对面的采访是新闻报道中十分重要的环节，也是出现最精彩的内容之一。采访提纲则是记者们以获得单一新闻事件的重要信息作为采访的主要目标而进行的准备工作，这个提纲一般十分详细和具体，可以细致到每一位采访对象和要进行的采访问题，有时还会针对一些不太合作的采访对象准备数个备案式的采访提纲。对于一些比较复杂和敏感的事件，编辑们甚至还会就采访提纲进行模拟推演，进行各种调整以备应对各种采访中的不确定因素。

下面以两则公司新闻报道为例，讲解如何建构一份采访提纲。这两则新闻均为单一事件，可以省略采访大纲，直接在框架策略上建立采访提纲。

案例概述：

某上市公司最近发布了电动汽车的发展计划书。这是一个新闻性和重要性都比较鲜明的新闻事件。

某上市公司发布的电动汽车计划的采访提纲如表 4.1 所示。

表 4.1 某上市公司发布的电动汽车计划的采访提纲

采访策略	采访内容	采访对象
微观层面	公司关于生产电动汽车的生产能力和规模，资金和资本需求，主要困难	企业负责人和高管
	曾经和现在参与该企业的大投资者 / 机构，采访其投资原因以及市场预期	企业的大投资人
	其他竞争对手的生产规模和特色，市场规模	主要竞争对手公司
	消息传出后该公司的市场估值和相应板块的市场预期	证券公司的产业分析师
中观层面	电动行业的发展概况：主要困难、充电网线、购车补贴力度、维修与维护成本，等等	业内专家
	电动行业的技术指标和国际标准	第三方技术测评
	新能源汽车发展概况	行业协会和高校专家
宏观层面	地方政府的态度和相关配套政策，包括购车补贴和当地充电网线的铺设等	地方发改委负责人
	工信部与科技部的相关政策和态度	部委相关机构的负责人

根据上述采访提纲，首先，可以获得企业发展电动汽车的各种主体新闻事实，既有市场规模的信息，包括公司本身和其竞争对手，又有金融市场对此的反应，这就比较全面地了解了该新闻事件的微观层面。其次，由于电动汽车是一种处于发展初期的技术创新型的汽车发展模式，因此也必须了解这种新产业的发展概况，特别是发展初期所遇到的各种困难，同时还要关注国家对这种新型产业的保护政策。最后，电动汽车与国家节约能源、推广清洁型新能源的发展思路紧密相连，有些地方将发展电动车作为执政方针，因此，还必须了解国家相关的政策及地方政府的态度与支持力度。

第二则案例则是关于某知名公司内部股东更替的新闻事件。股东和股权更

替是公司治理的重大事件，经常引起行业和金融市场的波动，因此也是公司新闻报道的重要领域。

案例概述：

2010年8月5日，国美电器（00493.HK）向中国香港高院递交诉状，对公司的间接持股股东及前任执行董事黄光裕进行法律起诉，称其在2008年1—2月在回购公司股份的过程中违反了公司董事的信托责任及信任的行为，故寻求赔偿。2010年12月3日，黄光裕通过独资拥有（第一大股东）发出信函，要求国美举行临时股东大会，其中一项重要的动议就是要撤销现任国美执行董事及董事局主席陈晓的职务，同时提名胞妹黄燕虹及邹晓春为国美执行董事。

新闻事件的背景如下。国美电器控股有限公司2009年1月18日于中国香港交易所网站发布公告称，黄光裕辞去国美电器董事职务并于16日生效，其作为国美主席的身份同时自动终止。陈晓获委任为国美电器主席，同时担任国美电器行政总裁，委任于16日生效。2009年7月7日晚间，国美公布了股权激励方案的细节。11位公司高管及其他员工总共105人获得3.83亿股国美股权，其中11位高管获得1.255亿股，总裁陈晓获得2200万股。这些股权的行权价格为1.9港元，根据方案，受激励人员一年后方可开始分批行使购股权，每年可行使25%，计划分4年完成。国美的此次股权激励计划得到了管理层的高度认可。该公告发布次日，国美电器股价下跌4.21%，高于恒生指数0.79%的跌幅。

对上述新闻事件应建构如表4.2所示的采访提纲。

表4.2 采访提纲

采访策略	采访内容	采访对象
微观层面	黄光裕要求更换公司股东的原因	黄光裕（或其律师、代言人）
	国美公司起诉黄光裕的原因，以及国美高层股权激励方案的出台过程、原因和目的	现任董事会主席陈晓、国美公司的高管、受公司委托的律师
	国美公司其他投资类大股东的看法，支持或反对何方，以及原因	公司投资类大股东贝恩资本代表
	国美未来的市场预期	证券公司的分析师
	竞争对手和同行看法	主要竞争对手、无利益关联的同行

续表

采访策略	采访内容	采访对象
中观层面	企业管理层购买公司股权（MBO）方案对企业和行业的影响；公司内部股权激励的各种模式及效果分析	类似的企业、产业经济学研究的专家、企业管理的专家、市场人士等
宏观层面	中国国家族企业面临现代企业治理转型的发展瓶颈、难题；国美事件所引发的商业伦理争议	与中观层面的采访对象类似

从已经发生的新闻事件和新闻背景事实来看，国美公司与大股东之间的法律矛盾由来已久，股东替换的起因是大股东黄光裕不在任时，现任董事长和高管进行的一系列内部股权激励方案，国美电器的股价下挫反映市场并不看好这起激励方案。这件新闻事件的内核是公司高管的股权激励，再将之置于中观和宏观层面，则可观察到不少类似现象，即中国国家族企业在其规模扩张、市场扩展之际，向现代企业治理转型之路仍面临众多难题，其中最具挑战性、引发内部矛盾的即股权结构的变换及激励方式，也是公众投资者关注的问题之一。因此，采访提纲就必须涵盖新闻主体事实及事件的社会意义等各个方面。

第三节 采访突破

采访提纲帮助记者建立了新闻工作的主要“作战”方案。但是，在采访过程中，特别是在涉及负面信息的调查报道中，通过正面采访很难获得有价值的微观信息，在采访过程中也会遇到突发情况，或者采访过程不顺利，这时就需要记者进行突破式采访。那么，如何进行呢？

第一小节 观察式的新闻采访

在社会调查研究中，观察法是指观察者在不变改变观察对象的性质和进程的自然状态下，通过自己的感官或借助科学仪器，直接感知与记录正在发生的一切同观察对象与观察目标有关的社会事物或现象的状况及其变化，从而直接收集资料的社会调查研究方法。

这种观察法与一般性的观察有明显区别，后者是无目标的、随意的；前者是有研究目的和研究目标的，是按照预先制订的一定的理论准备和研究计划来进行的。观察者用客观的眼光观察社会事物和现象是如何发生、发展和结束的，然后将这些情况忠实地记录下来。观察者须经过一定的专业培训并掌握一定的科学知识、实践经验和观察技能。

观察法作为一种社会调查的研究方法，之于其他的访问、文献和资料收集等方法，有显著的特点：必须直接而非间接地收集非语言类的资料，以参与其中或旁观的方式了解事物正在发生和发展的过程，而不是历史的社会现象、事件与情况。

观察法为采访突破提供了一个很好的借鉴。观察式采访方式打破了简单的“沙发式回答”方式，而是以一种更接近新闻事物自然发展规律的方式去观察与思考这些新闻现象，以及背后所显示的社会生成机理。

当新闻报道需要对一家公司进行负面信息的调查报道时，对该家公司进行实地的观察式调查是一个行之有效的做法，观察性的调查周期往往可能持续数月，调查的形式多种，首先可以经销商、上下流生产商或代理商名义进行商业业务的洽谈。例如，有一家公司声称自己的订单规模巨大，那么记者可以类似的业务名打电话向该公司了解其经营状况。

接下来要进行实地观察，观察门店销售、工厂环境、机器设备、库存，以及与工人及工厂周边的居民充分交流，从各个侧面了解公司的真实运营情况，甚至躲藏在厂区外观察在工作时间内厂区的车辆进出运载货物的情况，并拍照取证；记者还可以通过计算工厂设备运转时间推算出每日产量，也可以去当地的供电供水公司查询相关的用电用水记录，从而推算出中长期的产能规模。

但是，观察式调查不推崇暗访或类似“钓鱼式”暗访的做法，即不鼓励参与式的暗访，一旦所获数据陷入伦理纠纷，则有可能引起读者对数据权威性的质疑，这样对报道来讲是致命硬伤。在这里必须强调的是，观察式新闻调查与社会科学的观察法一样，有一个十分重要的特点，即观察者要保持尽可能的客观性，观察方式和观察过程不能改变观察对象的性质和进程的自然状态；观察报告与新闻报道一样，通过观察法所获得的基本素材首先必须经过法律法规的检验，其次不能引起伦理或道德的质疑或纠纷。

第二小节 多点突破式采访

观察式调查采访为记者获得了新闻事物的一手材料，但是新闻事物的背景事项、边缘事项、历史事项等级具价值的素材，有时却不能依靠观察式采访获得，而是需要记者进行多方突破式的采访。突破式采访，有时就成为新闻报道最后能“一剑封喉”的那柄达摩克利斯之剑。

多点突破式采访主要针对新闻事件主体要素之外的“次要要素”和“背景事项”进行多点采访，这是因为一个新闻事件常常包括两三个或数个新闻子事件，从中挖掘出子事件的发生过程，也是新闻调查的必要过程、新闻追踪报道的必然产物。在第三章中谈到的“数据库”的联想式信息收集常常是“多点突破”的起点。

多点突破式采访的第一类采访对象是“新闻信源”。在新闻报道的实践过程中，新闻信源十分重要，媒体之间新闻的竞争在某种意义上是“新闻源”的争夺，因为这些信源是第一手新闻信息资源的拥有者。但是，许多新闻报道只对信源提供的信息感兴趣，却对信源本身忽略不计，并没有深入了解新闻源的爆料是否有真凭实据，是否有文字材料，如合同、来往信件，同时还要分析信源爆料的动机，特别是寻找其利益动机，从而帮助我们判断其曝“料”的可信度及其他有价值的信息，有时信源本人就有可能是新闻事件的背景人物或当事人之一，特别是那些实名信源，身上可能藏着极其重要的信息。因此，要对信源进行充分而深入的采访。

多点突破式采访的第二类采访对象是新闻事件的“边缘利益相关方”，也叫作公司的“外部人”，指不参与公司经营的人物却是公司利润再分配的重要对象，是公司内部股东，有些是投资机构，有些是企业和个人，他们在公司中持有股份份额不同，因而其在公司中的地位也各不相同。另外，还有那些未进入董事会的内部小股东，相较于大股东，这些内部小股东处于利益分配的边缘地带，远离利益的纠葛。也正因为如此，他们对于公司历史信息和企业文化的观点会相对客观。他们对于其他各种关键人物及各大股东之间的利益冲突、企业产业链或商业模式的观点也可以提供一个比较适合的参照系；并且这些人一般都比较愿意接受采访。但是，切记，对这些“边缘人物”的采访要进行交叉核实或第三方核实，因为尽管边缘，毕竟仍然是利益相关体。

2006年，新华人寿保险股份有限公司前董事长关国亮在未经董事会批准的前提下，利用国家相关政策，挪用公司资金进行隐性交易、混业经营和关联交易等，同时通过股权更替使自身权力过于集中，而致公司经营不善。这个个案关联公司内部治理，董事长权力边界模糊，公司股权结构复杂且变更频繁，公司关联业务交易繁多^①，等等。如何设计采访提纲中的采访对象，成为这篇调查报道的关键所在。

《内部人关国亮》通过大量的数据和资料分析了新华人寿内部分裂的过程，以及采访了大量公司高管，获得了相当价值的素材。但记者仍然采访了新华人寿的外资股东之一——苏黎世保险，这是在公司股东地位相对靠后的、利益直接相关方的边缘“外部人”。采访内容是外资股东在新华人寿股权结构中的地位。采访得知，外资股东当初以战略投资者身份入股，由于股份少而不具备财务投资人的发言权，但当关国亮筹建新华控股时，关国亮没有考虑外资伙伴苏黎世，而是与其他新投资人洽谈，包括美国国际集团（AIG）董事长格林伯格个人持股的CV斯塔尔公司。2004年年末，苏黎世保险通过受让国际金融公司、荷兰金融发展公司的股份，苏黎世在新华人寿持股跃居18.9%。记者还采访了另外一个类似股东，新华人寿的股东之一——宝钢公司。采访得知，宝钢公司与关国亮关系比较紧张，在2006年新华股东矛盾异常尖锐时，关国亮曾派人赴上海说合，遭到宝钢断然拒绝。关国亮随后发动其盟友欲收购宝钢所持新华人寿股份，这一提议同样遭到宝钢坚拒。

通过对这两个边缘股东的采访，可以得知关国亮在董事会中的权利过大，明显不尊重其他的股东利益。

利用多点突破式采访还可采访如下人物。

- 通过上下游供应商可以了解该企业的订货量、现金流等情况。
- 竞争对手、行业协会可提供横向行业生产规模、市场价格、营业额等参照值。
- 技术权威提供有关新技术的评估，包括新生产线、生产能力、新产品等的评估。

^① 《内部人关国亮》，《财新周刊》，2007年5月出版。

例如，相关的政府部门通常是管理机构或政策制度的制定方，采访这些政府机构人员，对于相关制度进行调查与采访，既完成了“中观认知”，又完成了“宏观认知”；采访具备独立性的学者，请他们发表与新闻事件相关的、触及社会经济体系健康发展的一些宏观看法或认知；采访无利益相关性的市场人士，可以了解新闻事件的社会影响，从而为推断新闻事件的发展趋势提供一些佐证。

第三小节 渐进突破式采访

渐进突破式采访即通过调查与采访，抓住某一个关键事实，往往通过“第三方”的中立信源进行渐进式突破。当然，多点突破和渐进突破并非有明显分界，二者经常交错而行。

独立性是新闻报道至关重要的生命底线，对于财经新闻尤其重要。这种独立不仅仅是指独立于政治因素和具体的政治力量，更要独立于经济因素和具体的市场力量。如何保持这种独立性，除媒体机构和新闻工作者的自律，还有采访方法上的设计，即充分地多个第三方机构接触，从中获得独立的信息。这些信息越中立、越不能受到新闻当事人、具体的政治力量和市场因素的干扰，就越有价值。

重要的第三方信源如下。

(1) 第三方中介机构，包括会计师事务所（含审计功能）、资产评估师和律师事务所等。

(2) 相关国家税费征收和审批机构，包括海关（适用于进出口企业）、工商管理部门（适用于非上市公司）、税务部门（适用于所有企业）、水和电供应部门（适用于实体经济类企业）等。

(3) 银行等金融机构、企业委托贷款在向企业发放贷款、投资之前对该企业资产的调查记录（适用于所有企业）等。

在《内部人关国亮》中，记者采访为新华人寿公司作财务审计的普华永道会计师事务所，这是一家第三方机构，当2005年关国亮筹建新华控股时，普华永道在对新华作例行审计中发现诸多疑点，并提请董事会关注，却终被关国亮解聘。采访内容是了解普华永道对新华人寿的审计报告及被解聘的过程。

接下来，将重点分析一个经典案例，以此来解释如何使用采访策略建构采访方案，并如何进行实地的观察式采访。最后，通过突破式采访获得了证明企业财务造假的铁证过程。

财新传媒在 2000 年关于中国上市公司“银广厦”财务造假的调查报道是中国财经新闻界中最早的、也是最经典的调查报道^①。这个调查报道将新闻事件的微观层面很好地与中观层面，即金融行业发展的制度建设，如第三方会计审查制度等建立了直观的联系，同时也对宏观层的金融改革制度提出了深刻的思考。

“银广厦”财务造假调查报道的采访过程如表 4.3 所示。

表 4.3 “银广厦”财务造假调查报道的采访过程

采访策略	采访内容（采访所得）	采访对象	采访特色
微观层面	企业的业绩和经营特点（银广厦每年均维持 10% 的净资产收益）	原天津广厦董事长兼总经理、现银广厦总裁李有强、董事局主席陈川秘书等	直接采访
	企业的生产技术“二氧化碳超临界萃取”（以天津广厦萃取设备的产能，即使通宵达旦运作，也生产不出其所宣称的数量）	原天津广厦董事长兼总经理、现银广厦总裁李有强；清华大学化学工程系教授朱慎林；北京星龙生物技术有限公司总经理戴志诚；清华大学研究超临界萃取技术的三位主要专家之一杨基础教授；天津大学李淑芬教授；西北大学陈开勋教授	多点突破
	产品的国际售价（与该企业提供的价格相比便宜很多）	行内专业和其他国内生产厂家提供国际参考价格	多点突破
	合同中提到的银杏酮酯、葛根素、丹皮酚、茶多酚属于水溶性（极性）物质，用二氧化碳超临界萃取技术很难提取或根本提不出来	清华大学杨基础教授、中国化工大学余安平教授、西北大学陈开勋教授	多点突破
	第三方的审计报告（审计其财务报表的深圳中天勤会计师事务所特向记者发来函件，称当年追加订单补充合同共计 2.1 亿马克，2000 年度实际执行合同金额为 1.8 亿马克，约合 7.2 亿元人民币）	该企业的签约会计师事务所——深圳中天勤会计师事务所	渐进突破

① 《银广厦陷阱》专题报道与《中天勤崩溃》，分别发表于 2001 年 8 月 5 日和 2001 年 12 月 20 日。

续表

采访策略	采访内容（采访所得）	采访对象	采访特色
微观层面	<p>银广厦称，2000年，公司对德国出口了50吨以上的卵磷脂，这至少需要上千吨原料（蛋黄卵磷脂的原料蛋黄粉在国内只有两个生产基地，分别在沈阳和西安，可事实上两地加起来卖给银广厦的蛋黄粉亦不过30吨）</p> <p>对于银广厦计划在芜湖上的另一条3500立升×3的生产线，根据银广厦的公告，每年向德国公司提供萃取产品咖啡因157.5吨、茶多酚24吨、脱咖啡因茶叶9000吨，这至少需要处理2.7万吨茶叶（一套3500立升×3的设备即使全年全天24小时不停运转，也只能处理茶叶6000~7000吨！）</p>	<p>竞争对手，天津某制药厂。</p> <p>余安平教授、杨基础教授对此分别进行测算。</p> <p>竞争对手，西安嘉德</p>	多点突破
	<p>银广厦的德国客户是德国西·伊利斯公司，这家公司的确是一家历史悠久的贸易公司，经过记者多方打听，得知该家公司与德国诚信公司有业务往来，但后者并非如银广厦所言是前者的子公司。德国诚信公司的英文全称为Fidelity Trading GmbH，于1990年在德国注册，注册资本为51129.19欧元（约10万马克），负责人为KiausLandry，主要经营范围是机械产品和技术咨询</p>	<p>银广厦的对外发言人丁功民；德国西·伊利斯驻华机构捷高公司；捷高的有关业务关键人物陶鹏；中国工商银行总行通过其海外分行对诚信公司进行了调查，在德国汉堡商会查到记录</p>	多点突破 +渐进突破
	<p>该企业的出口退税记录。天津海关出具了一份书面证明：“天津广厦集团有限公司1999年出口额为480万美元、2000年出口额为3万美元。”天津海关还查得，1999年天津广厦的出口总额仅是482万美元（约合4000万元人民币），还不到陈川所称的5610万马克（约合2.2亿元人民币）数字的1/5；而出口的货物中，更有2/3是牙膏，此外还有少量的亚麻籽油。天津广厦在2001年1—6月，没有一分钱的出口额，该数据包括以天津广厦之名在全国任何口岸出口的所有金额，而不仅仅是天津海关；天津广厦从未办理过出口退税手续，甚至连出口退税的税务登记都没有</p>	<p>天津海关官员；天津市国税局进出口分局的官员；深圳中天勤会计师事务所会计师刘加容</p>	渐进突破

续表

采访策略	采访内容（采访所得）	采访对象	采访特色
中观层面	记者在调查取证过程中发现这个公司的会计师事务所，即深圳一家大型的会计师事务所——中天勤公司涉嫌共同造假，这个发现使得“银广厦”的案件从一个企业公司内部治理问题扩展到第三方审计机构的诚信与资质问题。（2001年5月，在几份盖着天津东港海关字样的报关单上，每一样商品前的“出口商品编号”均为空白，这是违反报关单填写基本常识的。两个月后，天津海关查得这个报关单编号根本不存在）	深圳中天勤会计师事务所会计师刘加荣在要求下拿出了原始账目，出示了其中的银行对账单、海关报关单。刘加荣表示这些单据均由天津广厦方面提供，事务所并没有直接向海关和银行征询	直接采访
宏观层面	涉及中国证监会关于上市公司信息披露制度、审计制度的建立与完善	专家学者，市场人士	直接采访

深圳中天勤会计师事务所由中天会计师事务所和天勤会计师事务所合并而来，拥有320名员工、近百名注册会计师、超过60家上市公司客户，年均业务收入超过6000万元，彼时在深圳排名第一，全国位列五强。负责银广厦审计的会计师刘加荣和徐林文名列中天勤会计师事务所16名合伙人之列，他们在银广厦1999年度及2000年度财务报表上签署了“无保留意见”，这种严重失实的行为就此断送了自己乃至中天勤的前程。《银广厦陷阱》文章当年8月刊出，9月7日，财政部公布拟处罚中天勤的决定，该会计事务所解体。

2003年9月16日，宁夏回族自治区银川市中级人民法院对银广厦刑事案做出一审判决，原天津广厦董事长兼财务总监董博因提供虚假财会报告罪被判处有期徒刑三年，并处罚金人民币10万元。同时，法院以提供虚假财会报告罪分别判处原银川广厦董事局副主席兼总裁李有强、原银川广厦董事兼财务总监兼总会计师丁功名、原天津广厦副董事长兼总经理阎金岱有期徒刑二年零六个月，并处罚金3万~8万元；以出具证明文件重大失实罪分别判处被告人深圳中天勤会计师事务所合伙人刘加荣、徐林文有期徒刑二年零六个月、二年零三个月，并各处罚金3万元。

上述采访过程则对银广厦财务信息造假的新闻事件很好地构建了宏观、中观和微观的立体采访过程，获得最有价值的一手信息，并对其进行了各方核心和数据分析。最后，无论是从新闻报道的深度与广度的专业程度而言，还是从

推动中国金融市场制度健全发展的社会责任而言，此文成就了一个经典。

从实际采访过程来看，记者和编辑凭借经验和专业知识对每个新闻事件均会建构一套符合这个事件发展特性的采访体系。但是，虽有“隔行如隔山”，也有“隔行不隔理”。首先，本章在普遍规律的意义之上，依据新闻报道的规律和财经新闻的本质，从“微观世界→中观世界→宏观世界”三个层面建构新闻事件发展趋势的框架策略。其次，分析基于各个分支领域特色的采访策略，同时阐释在采访策略之上如何提炼采访提纲。最后，结合实践报道案例中出现的突发情况或现实条件的局限，讲解如何使用观察式的新闻采访、多点突破式采访和渐进突破式采访三类常用采访技巧。

本章小结

本章着重介绍新闻采访的实施过程。较之一般性新闻采访，财经新闻有一个显著特点，可以“就事论事”，但又“不仅限于就事论事”。财经新闻采访的主要过程是获得新闻事件的各个事实细节，尽可能地还原新闻事件，这种广泛的新闻采访如何实施？本文经过大量案例研究与分析发现，首先要建构各类财经领域的采访策略；在策略基础上草拟采访提纲，包括确定采访对象和采访内容；继而地，由于财经新闻事件的复杂性，通过正常途径的采访往往不能获得有价值的信息，采访经常需要记者多方突破。

框架策略的主要目的是建立新闻报道采访从宏观到微观的思考路径。依据新闻报道的规律和财经新闻的本质，财经新闻记者应该从“微观层面→中观层面→宏观层面”三个层面思考新闻事件的本质规律，并分别分析了金融新闻、宏观经济新闻报道、产业与公司新闻及法制新闻报道的框架策略。采访策略为新闻报道建构了一个立体而动态的、系统性的报道思维框架与采访指向。在此基础上我们可以建构一个多层次的、细节丰富的采访提纲。

采访提纲帮助记者们建立了新闻工作的主要“作战”方案。但是，在采访过程中，特别是在涉及负面信息的调查报道中，通过正面采访很难获得有价值的微观信息，在采访过程中也会遇到突发情况，或者采访过程不顺利，那么，这就需要记者们另辟蹊径。社会学调查研究方法“观察法”为采访突破提供了

一个很好的借鉴，观察式采访打破了简单的“沙发式回答”方式，而是以一种更接近新闻事物自然发展规律的方式去观察与思考这些新闻现象，以及背后所显示的社会生成机理。观察式调查采访为记者们获得了新闻事物的一手材料，但是新闻事物的背景事项、边缘事项、历史事项等极具价值的素材有时却不能依靠观察式采访获得，而是需要记者进行多方突破式的采访。“多点突破”主要针对新闻事件主体要素之外的“次要要素”和“背景事项”进行多点采访，这是因为一个新闻事件常常可能包括两三个或数个新闻子事件，从中挖掘出子事件的发生过程，也是新闻调查的必要过程，新闻追踪报道的必然产物。“渐进突破”则是通过调查与采访，抓住某一个关键事实，往往通过“第三方”的中立信源进行渐进式突破。当然，多点突破和渐进突破并非有截然分界，二者经常交错而行。

第五章



财经新闻写作

关键词：写作特点 写作原则 标题 导语 消息 新闻分析 深度调查
新闻评论

本章核心问题：财经新闻的写作与一般新闻的写作相比有何特点？新闻写作需要遵循哪些原则？为什么需要这样做？如何写标题和导语？消息、新闻分析、深度调查和新闻评论有何写作特点和要求？有什么经典案例？

写作是新闻报道作为事实表达的“最后一公里”。财经新闻尤其如此。

新闻是以客观事实及其活动规律为主要描述对象的，这一点决定了新闻文本的“简单性”和“低语境”的本质特点。

“简单性”主要指文本的结构简单，形式简单，基本以“倒金字塔”为主，最重要、最核心的要素经常成为导语的主干部分；要素简单，“6W”的要素固定明确，缺一不可；叙事结构简单，与新闻事实逻辑的结构相同，文本呈现的主要目的是为了还原新闻事实的内在发展规律。

“低语境”是与“高语境”相对应的。高语境意味着绝大部分信息存于文本物理语境中，或内化于个体理解力的差异之中，如诗歌和小说，讲究文字中蕴含的复杂丰富的多重意境，读者可以在阅读中读出诸多“言外之意”。新闻的“低语境”与之正好相反，即大量的信息被清晰地放置在所有的传播信息中，即使传播的信息包含多层逻辑，文本所表达的语意也必须清晰、明确，不能含糊，不能让读者产生诸多联想，过多的“言外之意”只能让读者对新闻事实产生不确定性、歧义或误解。

新闻的“低语境”本质要求新闻文本的撰写者和编辑者必须摒弃个人情感要素，从原则上排除个人情感、个人观点和意见；同时亦要求新闻文本的用词造句的表达清晰、准确、简洁、干净，讲求文本的一致性、连贯性和逻辑性。

顺应地，新闻事实陈述的态度是谦虚、客观、中立的；记者是新闻事件（或人物）的记录者和再现者，而非“制造者”和“参与者”；新闻文本可以写得像侦探分析案件一般，跌宕起伏，但不能像法官那样做结论。

第一节 财经新闻写作的目的与原则

财经新闻既遵循新闻写作的基本规律又有其独特本质，本书曾阐述财经新闻报道与一般新闻报道的重要差异性，即“新闻细节”非其核心内容。也就是说，财经新闻“重分析、轻现场”，“重数据、轻细节”。

从写作角度来看，财经新闻首先要弄清楚文本的信息接收者，其次在此前提下解决文本的呈现模式。

一般来讲，新闻报道应该没有特定的阅读对象，所有公众都可以是新闻文本信息的接收者。但是，从实践上讲，财经新闻还是有特定的采访对象和服务对象的。这是其经济属性决定的。

在关系复杂利益纠葛的经济活动过程中，财经新闻采访对象的最基本要素至少涵盖三类，即“生产者”和“需求者”，以及两者之间的“交易过程”。“生产者”与“需求者”的性质、活动方式均不同，尽管均在追求利益最大化，但逐利方式均不同，因而也产生了迥异的“交易过程”。

但是，在写作财经新闻之前，还必须先弄清楚其新闻文本信息的接收对象是谁，即财经新闻究竟是写给谁看的？不同的接收者，决定着上述三类采访对象在整体报道内容中的占比权重。

本书曾阐述美国财经新闻界的分众和演变，“新闻信息接收者的分众演变”决定财经新闻报道模式发展的主要因素，媒体机构根据自己的市场定位来确定自己的受众对象，由此来定夺自身的报道和写作特点。

本书所倡导的中国财经新闻信息的接收者主要是普通公众，这些公众既包括公众股东，又包括专业人士，特别是相对弱势的、信息不透明或处于信息不对称的一方。其次是经济社会中的主体，即企业和企业家；同时还有另外一个经济主体，即政府及其职能机构。这三类服务对象同时也将是新闻报道的真实的、具体的采访对象。

新闻报道的直接目标是为这些真实的、具体的服务对象提供尽可能接近真相的新闻事实；间接目标是在中国经济社会中各个层面从计划经济向市场经济转型改革的过程中，对市场制度和其他相关制度层面的形成与改良发挥正面推动作用。

确定了新闻的服务对象和服务目标，由此可能引发另一个急需解决的问题，即文本的呈现模式。财经新闻显然属于专业新闻领域，尤其金融新闻和公司新闻，新闻事实中不可避免地包含着这些行业的专业知识，新闻报道中也经常出现专有名词。但财经新闻报道的预设读者并不可能事先拥有这些专业知识，或多或少都存在专业信息不对称的现状。那么，如何避免而不是制造新闻信息文本与服务对象之间的“知识鸿沟”呢？

这其实是一直困扰着财经新闻工作者的一个问题。在实践中，财经新闻的写作分析至少分为两类。一类是有关财经新闻事实的新闻报道，既注重新闻性，又必须表现经济学或金融学等学科的专业性，如果行文不能通俗易懂，用词造

句不能简单清晰，生搬硬套专业词汇，那么就是主动制造“知识鸿沟”了。

另一类是基于财经事实而进行的新闻评论，媒体机构一般邀请专业人士撰稿，这类文章一般尊重作者的专业和学术素养，从经济规律和理论视角出发，以理论联系实际，对新闻事件进行专业分析，对未来进行合理预测，这样的文章显然服务于具备足够专业知识的读者或中级以上水平的财经专业人士，对普通读者而言，有可能存在某种知识鸿沟，是在所难免的。

综上所述，财经新闻的写作简而言之要遵守如下三个原则。

第一，学术性服务于新闻性。专业性的学术解释与分析，不一定是为了展现事实的理论复杂性，而是应该呈现出基于宏观现实背景之下新闻事实发展的逻辑规律，即不同新闻事实之间的关联性，从而突出新闻事件的重要性。

第二，经济性服务于政治性（或社会性）。从普通的财经事件由新闻工作者演变成一个优秀的“财经新闻报道”，其新闻事实必然要折射或映射中国经济社会中纷繁复杂的现实，其新闻文本必然提示处于市场经济初级阶段的发展规律和问题。否则，可有可无。

第三，个性风格服务于逻辑分析。新闻工作者灵动而随意的个性风格，必须置于清晰严谨的逻辑分析之下，细节的展现只是为了呈现核心的事实与数据，文本美学上的追求远远不及理性严谨的追求。

第二节 财经新闻写作特点

优秀的财经新闻应该是立场客观中立，逻辑清晰可循，陈述条理分明，阅读流畅易懂。

立场客观中立。新闻写作基于财经事件的本质，事件本身包括的要素众多，成因复杂，事件经历过程长，处在动态发展之中，任何一个现象的呈现，并没有绝对的“对”或“错”，有时仅凭道德或世俗的价值判断或价值预设，并不能接近真相，反而会干扰真相的还原。因此，客观中立的写作立场是一篇优秀财经新闻必须具备的首要特点。

逻辑清晰可循。新闻文本能将新闻事实的逻辑关系呈现出来，即将那些纷

繁复杂的新闻事实用“前因后果”的链条或用“充足定律”、“并行关系”等原则将之串起来，使读者一目了然。有些新闻报道看上去总让人觉得“不可信”，认为记者在“胡说”，这说明新闻文本的逻辑思维有问题。

陈述条理分明。弄清楚了事件之间的逻辑关系，然后按照逻辑关系展开文字陈述，一个环节一个环节地“解开”，是为“条理分明”。但有时记者深陷于事实细节之中，只有事实陈述，而无脉络可查，行文反而混乱无章，仍然无法解释各种新闻事实的关联性，对于事件的各个“新闻主角”之间的相互关系亦没有清晰地交代，“讲故事”的能力比较弱。

阅读流畅易懂，能让读者“一口气”地手不释卷读完的报道应该是一篇好新闻，立意高、分析清、行文简洁、文字准确，前因后果及来龙去脉交代得清清楚楚。

第一小节 财经新闻“消息报道”写作

财经新闻消息写作的一般规律，仍然是遵循新闻消息写作常用结构逻辑：多层次的“倒金字塔”式。本文从导语、内文和标题来讲解如何写好一篇新闻消息。

在互联网时代，微信、微博等新媒体平台的广泛应用，对新闻内容文本在结构和语言上提出了更高的要求，写作结构要更加清晰，富有逻辑性，语言要更加简洁和具有高吸引力，要更加快速地直入读者眼球的“准心”。这些要求与经典的新闻写作标准不谋而合。

在这种要求之下，能在第一时间进入阅读视野的标题和导语成为写作的重心。

先说标题。特别是在当今移动互联网时代，标题的作用更加突显，例如在微信公号里，浏览者是先读到标题，才决定是否点开微信，点开后会继续阅读内文，因此，标题承担了吸引浏览者“瞬间”注意力的重要职责。

一般来讲，标题的作用有如下三个方面。

① 提示新闻细节，“诱导”阅读：使受众在第一时间通过最短的文字获得

最有价值的新闻信息。

② 评价新闻内容，阐明意义：使受众在第一时间通过最短的文字获得新闻的定性意义。

如何做标题？

(1) 明确文章的新闻问题（这篇文章主要是围绕哪一个新闻问题）。

(2) 为这个新闻问题寻找合适的新闻用语，最好呈现事件的重要性或反常性，以达到引起注意力的目的（不同的媒体机构可以有不同的侧重点）。

因此，从文本特点来看，标题要有层次感，要用最短的文字表现出最丰富的、最有价值的新闻信息。文字要生动、简洁，对仗工整，富有节奏和韵律，使用“双关语”是做出优秀标题的一个好技巧。

当然，不同的媒体机构也会通过标题体现各自的新闻侧重点。从标题的选词用句上，可以一窥媒体机构的立场。例如，关于中国城镇化改革的新闻，《“城中村”靠什么拥有未来？》、《北上广深显露经济发展新活力》、《周其仁：土地城市化是反城市化》。这些标题有何特点？从中可以推测文章的新闻问题是什么？有可能出自哪家媒体机构？代表的立场有何不同？从读者的角度而言，哪个更吸引人？

再说导语。

对于任何一种新闻体裁的文章来讲，导语无疑相当重要，这也是编辑重点下功夫修改的部分；即使在发稿时间急迫的前提下，来不及对内文细加琢磨，也要对导语多看几眼。导语写得好，稿件就成功了一半！美国新闻学者麦尔文·曼切尔说：“写好导语等于写好消息。”

导语具有如下作用。

(1) 言简意赅，以简洁、凝练的语言反映出新闻的要点和轮廓——立片言而居要，开门见山，拉出包袱，字数最多不能超过 80 字^①。

(2) 为整篇报道定下基调。客观事物的多样性、传媒立场的多视角，会得

^① 字数多少并无严格定论，但是 100 字以上的导语则不能称为导语，可以独立成消息。

出不同的结论，导语则避免这种多样性出现，即点明此篇新闻稿件的主要立场和主要观点。因此，同样的新闻报道，从其不同的导语上可以看出媒体的主旨和立场的差异性。

（3）在标题的第一印象后，给予读者更强烈的吸引，使阅读成立。

新闻追踪报道一般涉及多个新闻当事人及多个新闻事实，记者和编辑必须判断在“这篇”新闻报道中哪一个新闻事件是“最”重要的，或是内文中重点分析的。一则新闻消息中一般只能有一个最重要的新闻事实，尽管可以允许有多个次要新闻事实同时存在，这个“最”重要的新闻事实才有可能出现在导语中，其他的均在导语之后的第二个段落中呈现即可。导语也是一种总结工作，绝不能照抄当事人的说辞，而应在众多新闻事实中进行总结和提炼。

但是，导语不是交代新闻事实，而是“立片言而居要，开门见山，拉出包袱”，并吸引读者看下去——导语的作用其实是在“诱惑”，因此绝不能长，话不能多，否则就没有“诱惑”。

从文本特点来讲，导语是标题的扩展，是对标题进行简洁的解释，是核心事实的精简陈述。

最后谈谈内文。内文是核心事实的展开与分析。

第一步，首先陈述新闻事件的主体事实，完成5全“W”的详细陈述，尤其对于数据要进行比较完整的说明。

第二步，对新闻事件发生的原因和后果进行简单分析。

第三步，陈述与这个新闻事件相关的其他背景资料，如行业信息，包括行业发展规模，以及有哪些市场竞争对手等；或者相关的地方政策和国家政府背景等。

第四步，结语。回应导语，但不是重复。导语陈述事实，结语陈述这个新闻事实发生之后的经济意义、影响、趋势、解决办法。或提出问题，引出思考，以及为有可能的特写、通讯、追踪报道提供想象空间。

案例点评：一般消息写作的结构逻辑分析

《防范地方债务风险提上重要议程》^①一文，导语简洁明了，既提出了新闻事件的核心问题，也提出了解决观点。

17日召开的国务院常务会议在部署下一阶段的重点工作时提出，要有效防范地方政府性债务、信贷等方面存在的风险。加强市场监管，提高产品和服务质量。对此，分析人士认为，长远来看允许发行地方政府债券，将隐性债务显性化，是化解财政风险和金融风险的必然选择。

接下来陈述完整的新闻事实。由于该新闻事实涉及地方政府的债务风险以及市场经济活动的高度关联性，引用第三方权威信源的研究报告对新闻事实做更中立的陈述，作为对银监会新政策出台的呼应。

今年我国将有大量地方政府性债务到期，潜在风险受到多方关注。为此，银监会近日下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》，全面升级平台风险监管。

国际评级机构惠誉、穆迪也因为担忧中国政府债务膨胀而下调中国主权信用评级。亚行日前发布的报告警示，从历史规律来看，基础设施投资通常在五年计划的第二年和第三年加速增长，如果现在重复这一历史规律，则地方政府债务将迅速扩大。同时，在2009—2010年实施的财政刺激计划中由地方政府通过融资平台筹措的一大半债务将于2013年到期。这些因素都有可能损害地方政府债务的可持续性。

接着，文章对中国地方政府的债务进行一个比较全面的素材陈述，并引用权威人士的观点对新闻事件所产生的负面影响和后果进行更细致的分层分析。

根据国家审计署统计口径，截至2010年年末我国有10.7万亿元的地方政府性债务。中投监事长金立群昨日在第七届先锋投资论坛上指出，50%的债券由地方政府持有，其中省一级的政府债偿付风险不大，真正需要担心的只有县乡一级的，占10%~20%。德意志银行大中华区首席经济学家马骏在同一场合也预测，假如没有中央和地方财政的支持，20%的地方政府性债务会存在问题。

^① 见《上海证券报》2013年4月18日。作者：李丹丹。实习记者：姜隅琼。

结语部分，引用两个略有差异的专家观点探讨解决地方政府债务风险的办法，从债务化解渠道和政府监察两个方面均提出了建议。

至于这些存在问题的债务的解决方案，马骏建议，有三个方案。第一，地方政府注入新资产，比如卖更多的地；第二，向投资工具注入更多的现金，比如地方所有的国企向投资平台投入更多现金；第三，可以动用财政方面的收益投入到投资工具里。

但是马骏提醒，某些区域的地方政府财务状况非常差，中央政府可能也要提供必要帮助，而这种解决方案有可能形成长期的恶性循环。马骏还预测，每年基础设施方面的融资需求大约为5万亿元，但是地方政府的透明融资渠道仅为1万亿元，其他融资需求都是通过非正式、非透明的一些渠道来解决的。

对此，中国社科院金融研究所副研究员安国俊指出，地方政府债务风险管理的关键在于建立多层次政府债务风险预警指标体系和政府信用评级框架。长远来看，允许地方政府发行更容易监管、更为规范的地方政府债券，将隐性债务显性化，是化解财政风险和金融风险的必然选择。

这篇新闻稿约920字，言简意赅，分析清晰，行文流畅。这则新闻是一个“问题新闻”，即新闻事件的焦点是目前存在一个财经问题，即“中国地方债务风险”。因此，新闻分析根据核心事实的内容进行展开，首先是问题现状分析，即中国国内地方债务总量现状的陈述，然后导入背景事项，也就是“相关利益方”——第三方机构的评估报告，接下来对风险产生的原因进行了精短的分析，最后由专业人士的解决问题的观点作为结语部分。

财经消息报道的新闻由头常常是一个新闻发布会、国家机构的例行会议或其他论坛性质的会议，若不对会议中的事实进行判断，消息报道常常成为“会议报道”。此篇消息不拘泥于某个会议新闻，巧妙地综合使用国家相关机构的会议材料和文件资料，将其作为新闻由头；同时引用专家的分析并着重于原因和解决之道，这些新闻事实是会议材料中没有提及的部分，却是新闻消息报道中的重要组成部分。

再看另外一篇有关地方能源项目的新闻报道。

案例点评：《16省区近千万千瓦建设风电项目获批，或带动风电设备订单》^①

此篇报道第一段陈述了基本的新闻事实及导语部分。

国家能源局18日发布《关于增补部分省、自治区“十二五”风电核准计划项目的通知》及新疆、云南“十二五”风电第二批项目核准计划等数个文件。中国证券报记者粗略统计，此次核准的16省区风电项目装机逾852万千瓦；自“十二五”开局以来，能源局核准的风电项目总装机已超过5300万千瓦。

分析指出，此次国家能源局增补新一批风电项目，有利于拉动明年风电设备商订单；同时，这些新批项目并网条件优越，也有利于确保项目开发及时发挥效益。

此文的第一个小标题是“新批项目并网条件优越”，分析新闻事件的背景事项，包括相关政策背景、具体内容及各个区域的比较，但提出了“并网难”、“效益低下”及“补贴欠账”等产业和政策方面的问题，这些问题之于产业发展十分重要，但这些内容并没有反映在标题或导语中。请见下文：

新批项目并网条件优越

自2011年国家能源局颁布《风电开发建设管理暂行办法》以来，国家能源局已经先后核准两批共计4375万千瓦“十二五”风电开发计划。此次新核准的852万千瓦项目中，有247万千瓦属于新疆维吾尔自治区和新疆建设兵团新获批的项目，其余605万千瓦项目属于计划外增补项目。

此次获批的项目主要分布于山西、浙江、福建、山东、湖北和湖南等中东部省份。有能源专家指出，这些地区靠近电网负荷端，项目均具备前期工作充分、电网接入条件落实、并网和消纳条件较好等优势。而以往核准的风电项目主要位于甘肃、内蒙古等传统风电大基地，目前正遭遇“弃风”、“限电”等并网难问题，开发经济效益十分低下。据中国风能协会此前统计，2011年部分大风电基地“弃风率”已超过10%，全国因弃风造成的经济损失多达50亿元。

“对于目前的风电开发商来说，项目开发经济性下滑，加之可再生能源电价附加补贴长时间欠账，已经被严重挫伤了积极性。”上述专家指出，从这个意义

^① 《中国证券报》，2012年12月19日，http://news.xinhuanet.com/energy/2012-12/19/c_124116775.htm。

上来讲，此番能源局新核准的项目并网条件优越，可使项目开发告别过去“越发电越亏损”的怪圈，可观的投资收益率将大大提升电站开发商的积极性。

能源局在文件中也强调，各地要抓紧推进项目核准及建设工作，确保项目按期建成并发挥效益。

第二个小标题是“设备商订单荒望缓解”，分析上游设备供应商订单不足的市场现状。这是这篇报道中谈到的第三个问题。

设备商订单荒望缓解

去年以来风电项目核准速度骤减，带来的一个直接影响便是上游设备供应商风电机组及零部件订单的下滑。

据国家风电信息管理中心下属中国风电工程信息网不完全统计，今年年初至11月底，全国风电及配套设施工程招标达1000多项，但其中绝大多数为4.95万千瓦的小规模项目。而且，在金风科技（002202）、华锐风电（601558）等风电设备制造龙头公司发布的公告中，今年也鲜见有涉及公司中标的信息。

近日有报道称，当前，龙头风电设备商之一的保定天威风电科技有限公司的整机生产开工率不足50%，叶片生产开工率仅为30%。市场分析人士指出，此番获批的近千万千瓦风电项目，明年有望进入集中招标期，进而加速入市。在此背景下，目前相关企业闹“订单荒”的局面势必将得以改观。

此则新闻事件的由头来源于国家机构的相关文件出台。新闻谈到此批风电获批的基本新闻事实和相关的国家政策，但是并没有呈现与这个新闻事件关联紧密的中国风电产业历史背景和国家宏观调控的相关政策。风电产能严重过剩已是一个不争的事实，但国家还是批下了这么多的地方风能项目，新闻消息则可以紧扣这个“冲突”分析风电项目获批的原因，以及有可能产生的市场利益和风险。

消息报道还可以有另外一个新闻主题，即记者在文中已经分析了中国目前风电发展的三个难题，这些内容也同样可以成为此篇消息报道的主体内容，并采访相关的行业人士和专家，分析可行的解决之道，亦不失为一篇合格的财经新闻消息报道。

第二小节 财经新闻“分析型报道”写作

财经新闻分析是财经新闻报道中最常用的体裁，是财经新闻作为解释性报道的重要呈现方式。特别是在互联网时代，它是新闻事件的“第二”、“第三”……落点，目的是为了分析新闻事实的现状、原因、影响和解决方法。财经新闻分析型报道既是新闻消息的信息总量的延展，也是深度的呈现，适用于任何载体。篇幅一般不超过2 000字，最多不超过6 000字（报纸全版），视频新闻不超过5分钟。

“消息报道”呈现的是“即时信息的量化”，“分析型报道”呈现的是围绕某个具体的“即时信息”进行广度与深度的双重挖掘。分析型报道多以“即时信息”的“意味着什么”来展开。从采访框架认知来看，它从微观层面扩展到中观层面；从思维逻辑来看，它对数个新闻事实之间的相互关系进行“归纳和提炼”，并期望发现新闻活动的内部规律。

从写作的结构逻辑来看，分析报道亦遵循“倒金字塔式”的结构，不过导语的写作可能更具技巧或更灵活；内文分析可以多个小标题同时展开，因此呈现“平行”的“多层次倒金字塔式”。

分析型报道与消息报道最明显的差异在于文本中所陈述的新闻事实从一个增加到数个，同时各个新闻事实之间还隐藏着一定的逻辑关系，因此要求分析型报道的条理要更加清晰，数据和非数据素材要紧密相扣；否则，即使新闻采访或数据分析抓住了核心新闻事实和关键数据，但由于条理不清、层次不明，文章读起来也会让人感觉“东一榔头西一棒槌”，或本末倒置。

写作特点如下。

（1）从文本写作的结构逻辑而言，新闻分析展开的环节是新闻事实的现状分析→发生原因→影响→可能解决的方法。其中，“现状分析”、“发生原因”和“影响”是应该重点陈述的要素。

（2）从分析过程的形式逻辑而言，主要用于“发生原因”和“影响”的分析环节，可以依据新闻事实发展规律再细分子主题，以“小标题”标识。每个小标题的内容即分析一个原因，并且要陈述这个原因之于事实的特性——是

必要条件还是充分条件？其次，每个原因相互之间应该呈现“递进关系”、“平行关系”或“对比关系”等逻辑关联。小标题内容之间应有“起承转合”的句型。

（3）分析立场符合“新闻分析的两个原则”。事实陈述要以“真实性”原则要求，观点陈述以“客观中立性”原则要求。

一般来讲，对分析型报道的评价标准有：核心主题是否突出；陈述是否条理分明；各个小标题之间是否呈现清晰的逻辑关系；事实和观点陈述是否合乎“新闻分析的两个原则”。

请看如下案例。《压货 39 亿元周转需 460 天，海澜之家凭何上市》^①这篇新闻分析的数据和资料来源是正在申请 IPO 的海澜之家的招股书，作者对海澜之家公开的财报信息中异常低于同行的存货周转率产生了质疑，并将相关的计提成本与其他上市公司进行比较，发现其计提成本不到后者的 1/10，而利润却高于同行。新闻报道出来后即被置于各大网站财经网页的头条。海澜之家随之撤销 IPO 的申请。

开篇活泼，导语写作有吸引力，呈现新闻核心事实，提出基本问题。但有些信息可能会引起读者“费解”——为什么会“花钱较多”？导语中并未说明，导语最后一句陈述了 4 个事实，但事实之间逻辑联系却不清晰，对读者来讲，显然信息量过多。

虽然并不是每个男人都会喜欢应小天，但各地不断播放的“海澜之家，男人的衣柜”那个广告，确实让很多男士都不会感到陌生。定位高品质、中低价位，2002 年面世后，也着实俘虏了一众都市男士。但你可能不知道，你所买到的“款式经典”的衣服也许是男装同类中“花钱较多”的，因为海澜之家的存货周转率仅为 0.77，即 460 天才周转一次，而且，存了一年半的款式还能卖个好价钱，其去年年末 39 亿元的存货仅计提了 820 万元的存货跌价准备。

内文分为 3 个小标题，小标题 1 是“轻资产的背后风险难以评估”，小标题 2 是“460 天存货才周转一次”，小标题 3 是“存货跌价准备严重低于同行”，分别从海澜之家的经营模式、存货总量、周转率、跌价准备（计提成本）及利润，

^① 《新快报》，2012 年 3 月 17 日，<http://news.xkb.com.cn/caijing/2012/0317/190562.html>。

还有大股东的自买自卖行为等分析这家企业真正的经营现状。

纵观全文，数据分析和事实分析都挺全面，但是写作的结构逻辑却比较混乱、不够清晰，小标题 1 陈述的是经营模式和盈利模式；小标题 2 和小标题 3 陈述的其实是一个问题，即存货周转率低与计提成本之间的关系，但中间又夹杂关于“利润过高”的分析，最后在文章结尾前突然抛出一个重要信息：内部大股东自卖自买。使人读后不明就里。

这三个小标题的内容相互之间究竟存在怎样的市场关系？存货周转率过低与利润过高之间是因果关系吗？内部大股东的行为与前面通过数据分析的存货周转率低有何关系？内文并没有解释这些疑问。

实际上，本文通过招股书的公开财报信息及相关的素材，以重要性排序，可以建构 4 项核心内容：第一，“存货周转率和计提成本极低”；第二，“利润明显高过同行”；第三，“内部人交易”；第四，“与上下游经销商之间的异于常规的关系”。

第一项内容是通过财报数据分析得出的最重要的质疑，也可能是企业的致命硬伤，因为这是众多财务信息造假企业的惯用手法；第二项内容是对第一项内容的符合财务常识的递进补充，由于计提成本准备得过低，有可能使利润虚高，但这没有直接数据，只能通过同行比较；第三项内容是通过其他信源获得的素材，但没有经过第三方核实，尽管可能有杀伤力，但权威性不够，因此放在其后，或者去掉；第四项内容分析经营模式，从企业管理的经济学规律和财务信息披露的相关政策来看，无法对经营模式做优劣评价，因此此部分内容只能作为该企业的背景材料。

记者若将收集的数据与事实按这 4 项内容、4 个小标题展开陈述分析，而不是相互交替，则整个文本的条理应该清晰许多。财经新闻特写经常涉及数个与新闻事实相关联的事项，并且每个事项的数据和事实都比较多，记者在写作之前，必须将研究与分析做得更具条理性，将重要事项一一罗列，以重要事项的关键词作为小标题，一个小标题阐明一个事项，辅以相关数据和事实。有些重要事项之间有直接逻辑关联，那么两个事项要合并为好，例如，存货周转率与计提成本是呈“反相关”的，就必须放在一个小标题下面进行陈述。这样写作才不会凌乱，读起来才不会感觉混乱。

此案例从财经新闻研究与分析的角度而言，是一篇优秀的报道，但从写作而言，则差强人意，暴露当前财经新闻写作的一个弊端，即记者注重数据和事实的收集而忽视财经新闻写作，以为寻找到核心事实就完成了财经新闻的写作。笔者在为本书收集案例之际，发现不少引起社会轰动的财经新闻报道却缺乏优秀的写作能力，行文混乱，深晦难懂，许多案例需要重新整理和梳理。

优秀的财经新闻报道，不仅是指报道中具备一剑封喉的独家信息、震撼人心的社会影响力，还必须有简洁、清晰、条理分明、行云流水一般的新闻专业写作能力。

第三小节 财经新闻“调查报道”写作

财经新闻调查报道是针对一个重大新闻事件进行比较详细和全面的深度调查报道。调查报道的文本有如下两种常见的呈现方式。

一是以“新闻专题”的形式呈现，这在日报和电视新闻中经常可见，新闻专题由若干则新闻消息组成，亦可由新闻消息和新闻特写组成。

二是以“新闻深度特稿”的方式呈现出来，如周刊杂志、微信公众号移动终端等。特稿的篇幅依据新闻调查内容而定，较之分析型报道，新闻调查报道涉及的新闻事实、要素、事项会更多，也要求写作者具备更高的逻辑分析能力和文本组织写作能力。

从写作的结构逻辑来看，已经打破倒金字塔式结构，并无固定模式。从目前优秀的新闻调查报道来看，调查报道大体遵循从微观事实的陈述到中观层面的分析，再到宏观层面的制度影响的基本新闻采访规律，但有时文章的推陈布局亦体现比较明显的个人风格。

1. 深度调查报道的特点

(1) 财经新闻调查报道是针对一个重大新闻事件进行比较详细和全面的深度调查报道。“重大性”，指新闻事件能体现出呈现行业发展的重要特点（如行业领军企业的变化）、经济改革过程中的重大环节的特征（国有企业改革、金融改革、互联网金融等）、特殊领域的重大事件（权贵经济、环境保护、社会保障、

国际经济等)。

(2) 较之新闻分析, 新闻调查报道对某一新闻事件的比较全面的报道, 涉及的要素、事项会更多, 对新闻事实的逻辑分析的能力要求会更高。

(3) 新闻调查的方式多样, 有数据分析、文献研究、实地走访、多方核实、抽样调查等方法。

2. 写作特点

(1) 从文本的叙事主体来看, 分为如下两种类型的叙事主体。

① 以人为主线, 则文章可围绕“人际关系”展开, 主要讲述新闻人物之间的关系, 以及形成这些关系的种种原因和后果, 对事件的陈述也是为了证实这些人物关系, 如《新贵之盟》、《周永康的红与黑》。

② 以事为主线, 则文章可围绕“事件关联”展开。主要讲述各个新闻事件及相互之间的关联性, 以及形成这些关联性的种种原因和后果, 对人物的陈述是为了证实这些事件之间的关系, 如《银广厦陷阱》、《“中国式”竞争》。

(2) 文本的结构逻辑主要包括 5 个部分, 第一至第三部分是文本的重要内容。

第一部分, 呈现对新闻事实的微观现状研究与分析的过程, 并提出新闻问题 / 新闻假设。这个部分是关于新闻事实的微观分析。包括:

- ① 新闻事实的现状陈述, 分为时间序列和平面序列, 因此可用数据库资料。
- ② 进行历史对比或横向对比等, 提出多个新闻问题 / 新闻假设。

第二部分, 呈现对新闻事件的核心事实的收集过程。包括:

- ① 新闻采访的过程(实地调查、正面采访或直接采访)(内部人、外部人等)。
- ② 新闻突破的过程(间接采访、暗访)(利益相关方、第三方等)。
- ③ 通过其他渠道收集各种信息资料。

第三部分, 呈现新闻核心事实作为证据(原因)的分析过程。

这个部分的内容穿插于前两个部分之中, 也可以独立成单独一个部分。包括:

- ① 基于新闻问题 / 新闻假设, 对信息资料进行研究与分析, 寻找证实或证伪

新闻问题 / 新闻假设的证据。这些信息资料包括采访所得和其他渠道的信息资料。

② 分析各种原因之于新闻问题的特性：是必要条件还是充分条件？为什么？基于什么样的前提认知？

③ 分析各个原因之间的关联：并行关系？递进关系？还是更深一层的因果关系？为什么？

第四部分，呈现新闻事件的影响和后果（正面和负面）。

第五部分，呈现可能的解决方式。

（3）个人风格。相比消息报道和新闻分析报道的严谨单一的写作风格，深度调查报道的写作文风，在不影响新闻的准确性、客观性和中立性的前提下，以及在不制造公众阅读障碍的前提下，某些文字可以轻微地呈现个人风格，如使用成语、俗语、俚语或行业用语等。

（4）单篇深度报道的字数以 10 000~13 000 字为佳。

3. 评价标准

（1）文本的结构逻辑是否有条理地、清晰地体现上述“五个部分”的内容？

（2）文本的形式逻辑是否明确？各个小标题内容是否清晰地呈现了与新闻事实之间的因果关系？各个小标题内容之间是否建立了清晰的关联，以及如何呈现或为何没有呈现这些逻辑关系？

（3）文笔流畅，文字通俗易懂，简明扼要。

从笔者收集的案例来看，调查报道的采访与写作均为上乘之作的作品并不多。本书摘取两篇深度调查报道，这两个案例的写作风格迥异，但立场清晰、条理分明、逻辑严谨、文辞简洁，均堪称经典。

第一个案例是《银广厦陷阱》^①。由于篇幅较长，本书不摘取章节，仅做写作分析。

开篇简洁明了，导语部分提出了新闻事实的核心部分，亦是新闻调查的缘由——“好得令人出奇”。陈述业界对这个中国当年第一股的评价、赞美与质疑，

^① 《财新周刊》，2001 年 8 月 7 日。

下面的小结语段落点出了新闻的“真正导语”——“造假骗局”经过一年的调查访问，真相水落石出。

“引子”部分主要是陈述背景事实——有关银广厦公司的成立过程、股权变更、核心业务、业绩产生奇迹的转折。

第一个小标题，实际是“引子”的延伸，将新闻调查的主角——生产超高利润生产者是其子公司“天津广厦”引入读者眼中，记者罗列了近几年来关于天津广厦的订单信息、公司公布的利润及相应的股价变化。上述各种优秀业绩的事实陈述，实际上是为下文的各个质疑点作铺垫。

第二个小标题，从小标题的内容可以看到，记者从“产量”、“价格”和“产品”逐一进行质疑，产能数据分析、生产线的专家质疑、国际价格对比、产品的提取技术对比、国内同行生产能力的对比，逐项进行逻辑分析，条理分明，层层推进，令人信服。

第三个小标题，关于德国客户的身份真假，也是一个可以证明银广厦是否造假的有力证据。这个证据与上述的“产能、产品价格”并非同类项，因此单列为另一个小标题。从分析来看，记者的逻辑分析有理有据，德国的合作伙伴疑点重重，但都是事实推理，作为调查报道来讲，若想证明银广厦，还缺乏最有力的直接证据。如何获得？

第四个小标题，由于银广厦是一家出口的公司，记者调查了“第三方机构”——海关。从海关退税总额中可以反观其销售量和产量。类似的调查还可以查查公司的水、电的月消耗，或上缴的各种税额等。记者从第三方机构调查中还发现一个意外收获：其会计师事务所，深圳中天勤会计师事务所涉嫌与公司合谋造假，从而引出另一个大案——《中天勤崩溃》。

《银广厦陷阱》无论是从新闻调查、新闻分析还是从新闻写作来看，都堪称中国财经报道的经典之作。全文 10 000 余字，行文流畅，简洁明快，条理分明，层层递进，一气呵成，令人手不释卷。

文章很好地呈现了记者的研究、采访与分析的思路，先从各个环节进行质疑，提出数个疑点，进行数据分析与逻辑推理，兼之采访同行企业、专家，进行国内外价格比较、同行业产能比较，并对其利益相关方的德国合作进行身份调查。

一般来讲，至此已形成一篇比较完整的调查报告，这些内容报道出来足以使银广厦的股票价格大跌。

最后，财新记者从第三方机构，即会计师事务所、海关、工商管理机构等进行调查，终于发现了海关的退税数据单。结尾处以文学手法描述现场细节，字里行间意味深长，读完回味无穷，余音绕梁。

再看第二个案例，即《新贵之盟：一群技术官僚的集体贪污腐败》^①。与上述金融市场上公司财务信息造假，并对金融市场领域有警示作用的案例不同，这个案例是一个在市场经济改革和制度演变之下的集体腐败的案例，是一群青年技术官僚的集体倾覆，对中国的经济制度改革及法治能力的演进有明确的指向性。

这群青年官僚家世普通，但拥有良好的专业背景，大学毕业即入部委工作，而立之年已是权重一方的司局级领导。过去10年里，中国涉外贸易法律法规大抵出自他们之手；若无贪腐事发，未来20年之于他们可谓海阔天空。他们分别是：原商务部条法司巡视员郭京毅、外资司副司长邓湛，原国家工商总局外商投资企业注册局副局长刘伟，原国家外汇管理局（以下简称“外管局”）管理检查司司长许满刚、资本司司长邹林，以及曾是政界同事、后为纽带的律师张玉栋、刘阳等。

此报道的开篇即点明本文的核心事实及这个寻租大案异于常态的特点，即这一系列大案的主角不是公众曾熟悉的政府官员，而是掌握国家技术机器、制定法律法规的“技术官僚”，并且他们也并非均就职于某一个机构，而是散布在各个具备行政关联的机构中，通过掮客、寻租者、私人关系，竟然结成联盟，合伙犯罪。因此，这个案例的警示意义远超过案例本身，也超出其犯案的外贸产业范畴。

由于篇幅较长，本书不摘取章节，仅做写作分析。

全文由三篇特稿组成，分别是《“村委员”买卖》、《双向收费站》、《设租反垄断》。《“村委员”买卖》揭示这一系列大案的三位核心主角（郭京毅、张玉栋和邓湛）是如何利用大学同学关系、工作关系，以及各人的工作特点，结成一个“村委会”的小联盟的。“思峰”，即张玉栋当主任的北京思峰律师事务所。

^① 《财经》周刊，2010年6月7日。

早在 1998 年，思峰律所尚未成立之时，联盟中最年长的邓湛在一次聊天中开玩笑提出，要成立一个“村委会”，自己任“村长”，刘伟当“书记”，郭京毅做“副村长”，张玉栋任“会计”负责管钱……思峰律所成立之初，张玉栋为开拓案源，向熟识的政府机构人员允诺，谁给其介绍业务谁就有 5%~15% 的好处费。彼时，郭京毅任外经贸部条法司二处副处长，邓湛是外资司二处处长。张玉栋向郭京毅、邓湛提出的条件更丰厚，两人介绍项目或者给其代理项目提供帮助，事成之后可按 30% 与 10% 提成。

邓湛的加入是这个联盟生成的第一步。其时正值中国加入 WTO 前夕，中国政府开始大规模清理对外经贸法律、行政法规、部门规章和规范性文件等。企业在涉及相关法律问题请教外经贸部官员时，其被介绍给张玉栋。这给张玉栋带来的好处，一是直接给思峰律所增加业务，代理服务费惊人；二是许多项目需要赶时间，郭京毅可帮助加快审批进度。从此开始三人长达 10 多年的合作，并逐渐将诸多其他机构的同行拉进这个“村委会联盟”。

《双向收费站》分析了这个联盟案的“业务特点”。“新成立的商务部合并内、外贸统一管理，‘郭京毅们’设立了‘双向收费站’：一是针对外商在华设立公司，二是针对民企赴海外以红筹形式上市。”

《设租反垄断》分析这个精英联盟是如何利用特权故意设租的。以 2006 年“10 号文”和反垄断立法为拐点，郭京毅的寻租空间拓展到反垄断领域，使一场所谓的“反垄断调查”变成了“作秀”。

本篇财经新闻调查报告实际是对郭京毅等人十几年所涉及七宗要案的一个综述，但文章显然不是起诉书或判决书的罗列。文章首先提炼了七宗案的最核心的内部规律，即掌握国家相关审批大权的精英联盟作案。其次，每个案例看似相互独立，但是通过新闻分析，均发现它们之间的共同点：案件涉及的审批环节众多，而相关审批标准或含糊不清、或无完善监督机制、或滞后于市场发展，因此“郭京毅们”有许多“发挥空间”。

新闻事实繁多，涉及各个行业、多个法律领域、数位人物，因此文章分为上、中、下三篇，新闻分析之中穿插众多人物交往故事，甚至诸多细节，行文颇有章回小说或连续剧的风格，将枯燥案例与人物故事交织在一起，但由于其立意高远，小说一样长的篇幅并无冗长之赘，读后反而有种畅快淋漓之感。

第四小节 财经新闻评论

财经新闻评论体裁多样，不时以“记者述评”、“本刊评论”、“财经观察”或财经专栏、个人博客的方式出现。

新闻评论，之于新闻报道，是将新闻报道置于其所处的社会语境环境之中，传播是新闻载体之上的“社会语境信息”。这种社会语境赋予了新闻报道存在的社会意义，并且这种社会意义也成为新闻报道的一个组成部分。因此，新闻评论之于新闻报道，应如灯塔之于航道，于茫茫苍海中照亮世界。

一般来讲，财经新闻评论的特点如下。

(1) 提炼财经新闻事件的政治、制度或社会意义。

(2) 对纷繁复杂的新闻事件进行抽丝剥茧的工作，简明扼要地指出隐藏在新闻事件和各种现象背后的规律、主要矛盾、主要原因或主要解决办法。

(3) 体现媒体机构的独到分析，带有鲜明的价值预设和写作风格。

评论的写作方式多样，在诸多论著中均有详述，本书仅以案例分析财经新闻评论。

下面看一个经典案例——《马云为什么错了》^①。

案例概述：

2011年5月10日，雅虎提交给美国证券交易委员会的文件显示，阿里巴巴集团已经将在线支付公司支付宝的所有权转让给马云控股的另一家中资公司。当天，雅虎股价下降超过4%至大约17.79美元，在此信息披露之前，雅虎股价仅下降了0.07%。5月13日，就阿里巴巴重组支付宝一事，雅虎声明称，该交易未被阿里巴巴集团董事会和股东获知并批准。由此揭开了支付宝股权内部变更的复杂多变之局。此案例错综复杂，股权组合之初本已是“协议控制”的成果，其股东内部变更历时数年，而马云个人抱负在胸，恰逢央行新政在即，支付宝股权必须进行“全内资”的重新调整，否则将失去经营权。

对于支付宝内部股权变更的过程，各大新闻媒体均有报道，但由于此事未

^① 《财新周刊》，2011年6月13日，《舒立观察》。

及法律层面，因而各种新闻均客观地呈现各方利益，并且其他业界人士亦加入这场变局之中，纷纷发表各自的观点，甚至形成对立的阵营。如此中立的报道反而令公众看得一头雾水，在这场内部股权变更的过程中，到底谁对谁错？

《财新周刊》在6月13日出版的评论专栏——《舒立观察》中发表1500多字的评论，正值马云赴美召开股东大会之后。此论一出，“支付宝案”即从一个IT界内事件演变为一个引起社会各界关注的不折不扣的新闻事件，公众也从这篇评论中发现了“支付宝案”从个人到市场到制度的三层深刻意义。

前三个自然段简明扼要地陈述已经发生新闻事件的核心事实，第四自然段阐明本文的第一个论点——关于马云的个人行为，指出其违背市场契约。

事前恐怕没有人能够想象，马云，这个本世纪以来常操一口流利英文活跃于国际场合的中国企业风云人物，会偷天换日，把明明属于中外合资企业阿里巴巴集团的核心资产“支付宝”，悄然转入自己控制的私人企业名下。

马云一方，系阿里巴巴集团小股东，但又是管理控制者。此番转让操作始于2009年6月，终于2010年8月。转让低价而且秘密，如今木已成舟。

作为共持股阿里巴巴集团70%股份的两大主要股东，美国雅虎和日本软银面对既成事实，只有两种选择：或者坐下来与马云签城下之盟，寻求补偿；或者走法律程序，起诉马云及阿里巴巴管理层恶意侵害股东权益，要求恢复原状。现在，雅虎选择的是第一条路，软银则拒绝表态也拒绝参加谈判，仍留有后手。

此事件最终如何落幕仍有悬念，但其中的是非曲直，公众已有评判。我们赞同多数人的看法，认为马云错了，错在违背了支撑市场经济的契约原则，其后果不可小视。

接下来，作者用四个自然段的较长篇幅分析支付宝股权从形成到变更的历程，并对这种股权组合对于支付宝成长的重要性进行分析。其观点是不经公开和协商的内部股权变更实质是伤害市场契约精神的不合理行为。

马云是阿里巴巴集团创始人，也是“支付宝”取得商业成功首要的掌舵人。他当然有理由对公司的前途更有感情、更关心，也有资格在公司成长中获得应有利益。然而，马云在集团两大股东未同意的情况下，擅自将公司核心资产转入自己名下，且转让价格超低显失公允，严重违反了股东之间的契约，也违反

了股东与管理层之间的契约。

“支付宝”股权转让之后，雅虎和软银失去一块价值巨大的资产。雅虎因此股价大跌，已在美国遭股东集体诉讼。转让的表面获益者是马云和另一位阿里巴巴创始人谢世煌共同持股的私人公司（二人持股比例为8:2）。如果没有协议代理安排，则在阿里巴巴集团层面持股的管理层利益也因这桩交易而严重受损。

即便事后补偿协议最终达成并得到阿里巴巴集团董事会的同意，仍不能改变一个基本事实：管理层的单方面行动没有遵守股东之间、股东与经理人之间的契约，违反了商业社会的基本原则。契约意味着诚信。违背契约导致极大不公正，伤害企业之本。正因此，马云此次错误的代价，不仅是积累多年的个人国际声誉，还包括阿里巴巴潜在的长远发展机遇。

不仅如此，用经济学的话说，此举还有很大的“负外部性”。因为契约与产权一道构成市场经济的基石，践踏契约原则就伤害了市场之本。如果契约得不到尊重，则必将平添全社会商业风险，徒增交易成本。中国企业常有“契约软肋”，由内部人控制的资产腾挪并不鲜见，而事情发生在国内外深受尊重、被视为中国企业家标杆人物的马云身上，发生在中国引以为豪的成功企业阿里巴巴，其“负示范作用”就更为显著，可能直接影响海外投资者对中国公司的信任，形成大范围的“支付宝折扣”。这也是许多往昔喜爱马云、寄望马云的识者们备觉痛心疾首的原因。

下文阐述了本文的第二个论点，是关于马云行为的客观环境原因，即中国央行关于第三方支付的制度设计。制度设计不仅晚于市场发展，更是有刚性条款，间接推动了马云的内部转让。

当然不能把此次马云之过简单归咎于个人品性。考其人生轨迹，马云属于信誉良好的企业家，而此次在“支付宝事件”中跌破底线，直接外因正在于央行第三方支付政策的迟疑、含混与欠开放。央行从2005年即就第三方支付政策出台文件征求意见，直至2010年6月方始有正式办法出台，且称在外资企业准入问题上“另行规定，由国务院批准”。其实，中国有条件也有必要在第三方支付服务上打开对外开放之门，欲开还闭的“内外有别”政策既烦琐又没有必要。马云出“支付宝转让”之下策，正与政策推力有关，使人不能不深以为憾。

最后，本文还阐述了第三个论点，即从宏观层面解析马云行为，认为中国商业伦理历来缺乏契约精神，中国商业社会历来缺乏中立而有效的仲裁制度和司法制度。结语指出“好的市场经济”需要诚信、契约和司法三者并行。

进一步说，契约自我执行有赖于完善的制度安排。中国悠久的商业传统不幸被计划经济中断，建设市场经济时日尚短，相关制度安排任重而道远。在契约遭到违反时，必须有外部的调停者、仲裁者直至司法强制力来支持。这正显示出法治对于市场经济的基础作用。如果今后软银或雅虎对马云提起诉讼，则中国司法当局的公正性将面临考验。

在文学名著《一千零一夜》里，公平的阿里巴巴把所获财宝的半数分给莫吉娜，以酬谢她帮助自己战胜强盗。我们盼望中国公司的财富故事如同传说中的一样美好，其前提是全社会对契约精神的崇尚和对诚信原则的恪守，建成“好的市场经济”。这关乎中国商业社会的未来。

在关于支付宝股权变更的新闻报道和评论中，此篇评论引起社会各界强烈关注，同时引出马云长达数万字的自我辨别，说明此文击中要害。此文不仅对马云的微观行为进行分析，同时指出相关制度之缺陷，令当事人和公众既认为其分析有理，又认为其不失公允。

此篇评论将新闻事件置于特定的社会语境中，即中国商业市场屡见“缺乏诚信”和“违背契约”的行为，因此，作为中国企业家的代表人物的类似行为才会被此篇评论作出种种延伸性的解析。这种解析从微观事实出发，目的是中国“好的市场经济”的建立。

此评论分析条理极其分明，三个论点由点及面、由面及社会空间，论据令人信服，但是部分内容却有过的嫌疑，带有明显的价值预设，反而在某种程度上削弱了文章的说理性和说服力。

本章小结

财经新闻既遵循新闻写作的基本规律，又有其独特本质，本书曾阐述财经新闻报道与一般新闻报道的重要差异性，即“新闻细节”非其核心内容。也就是说，

财经新闻“重分析、轻现场”，“重数据、轻细节”。

财经新闻的写作简而言之要遵守三个原则：第一，学术性服务于新闻性；第二，经济性服务于政治性（或社会性）；第三，一篇优秀的财经新闻的特点应该是立场客观、中立，逻辑清晰可循，陈述条理分明，阅读流畅易懂。

本章详细讲解了财经新闻报道中的消息、新闻分析、深度调查和新闻评论的使用领域、写作特点和评价标准，并选取典型案例进行了分析。

第六章



专业财经新闻报道

本章核心问题：宏观经济新闻报道、金融市场财经新闻报道、产业经济与公司新闻报道的专业领域及报道特点分别是什么？中国媒体在这些专业领域的新闻关注有哪些具体的热点和重点主题？这些报道重点与中国经济的发展特点有何联系？是如何进行报道的？有何经典案例？

前面从新闻报道专业性的角度阐述了财经新闻的概念、内涵、报道范围、宏观视角、报道方法论，以及采访和写作的重要特征与技巧。本章将从专业领域的宏观经济新闻报道、金融市场财经新闻报道、产业经济与公司新闻报道等逐一分析其专业领域的个性化特点，并详细分析最近数年的热点主题及相关的经典案例。

第一节 宏观经济新闻报道

关键词：宏观调控 / 目标 / 方式 / 市场影响 四万亿 新常态经济 克强经济学 自由贸易区 负面清单 去杠杆化

中国宏观经济报道可参照的基础指标体系有基准利率、存款准备金率、M2、PMI、CPI 等相关专业指数，这些均在第三章中有详细的讲述。本节主要讲解中国宏观经济新闻的主要报道内容和新闻关注的热点主题，宏观调控的方式、主要目标，以及对市场的影响，各级市场和各类市场之间的联动反应。

第一小节 宏观经济政策调控的特点分析

对于中国宏观经济的报道，必须要了解从 2008 年 10 月以来的中国宏观经济调控特点及原因和影响。

时任中国人民银行行长、党委书记的周小川曾经总结 21 世纪以来中国的货币政策（2000—2012 年）的如下 10 个特点^①。

- （1）中国经济在转轨过程中普遍存在“过热冲动”，需要始终强调防范通胀。
- （2）中国货币政策采取了多目标制。
- （3）高度重视金融机构的健康化，强调在线恢复和紧急救助。
- （4）货币政策的手段，是从有计划经济色彩的手段逐步转向更加市场化的手段。
- （5）适应亚洲金融危机后的变化，准确把握汇率改革进程。
- （6）面对阶段性的国际收支双顺差，政策基点是做好流动性对冲。
- （7）率先启动宏观审慎政策框架，丰富货币政策的工具箱。
- （8）配合金融改革进程来把握利率市场化和利差形成。
- （9）应对本轮国际金融危机，货币政策快速反应、力度充分、适时退出。

^① 财新网《周小川总结新世纪以来中国货币政策》，<http://topics.caixin.com/2012-11-17/100462152.html>。

(10) 不断测算产出缺口、潜在增长能力和供求结构匹配性。

周小川同时还分析了中国经济发展现状及应对原则。他认为，中国目前正处于向市场经济转轨的过程中，首要问题是银行“软约束”的现象依然存在，尤其是各地举债、上项目的动力都很强，地方政府和企业都希望“银根”能松一些，但是这样容易造成经济易热不易冷、潜在通胀压力较大等问题。

其次，中国在较长时间里面面临着国际收支双顺差格局，外汇大量流入导致流动性被动投放较多，也对物价形成了压力，但这并不意味着中国与其他主要国家一样，货币政策盯住单一目标。中国货币政策具有多重目标，即维护低通胀，推动经济合理增长，保持较为充分的就业，以及维护国际收支平衡——多目标制与从计划经济向市场经济的体制转轨有关。在转轨过程中，中国主要的任务之一就是消除价格扭曲，转向市场化的价格体制。如果只关注低通胀，则会对任何价格改革持抵制态度，使央行陷入尴尬局面。

周小川还谈到金融机构的市场功能及改革进程。他认为金融市场的稳定取决于货币政策能否有效传导。21世纪以来，中国加快了银行体系改革，周小川将之称为“在线修复”，“因为经济运行没法中断，机器要继续运转，同时更换问题部件”。汇率改革顺序应在银行部门改革之后，改革时机上需要国内外宏观经济金融环境相对平稳。随着汇率浮动区间逐渐扩大，根据国家外管局的统计，中国经常项目顺差与GDP之比，2011年已降至2.8%，落入国际社会公认的均衡区间。

周小川认为货币政策工具中的价格型工具和数量型工具都是市场化调节手段，但有时经济手段还会与一些行政手段并用，这样的后果是导致政策力度波动过大。他认为2004年经济出现过热苗头时收紧“银根”的经济手段与收紧“地根”的行政手段并用，短期确实见效比较快，但“地根”的使用也对财政、货币政策工具产生制约，不太适合作为常规性、市场化的总需求管理工具。对持续国际收支双顺差带来的流动性过剩，央行采用发行央行票据、调整存款准备金率、回购及掉期交易等工具对冲。但他同时表示，这些工具都有争议，每一次调整都会引发讨论。目前金融宏观逆周期式调控的工具包括公开市场操作、利率、存款准备金率、资本监管要求等。

第二小节 宏观经济调控的报道重点

2008—2015 年是世界经济从全球经济危机中复苏的时期，也是中国经济发展模式从高速增长转向“新常态”的时期，同时也是市场经济的转轨时期。从具体宏观经济调控方式的差异性来看，可分为 4 个阶段：

(1) 2008 年 10 月—2010 年 10 月，“适度宽松”的货币政策，主要以减息和“积极”的财政经济为主要调控方式，其目标是应对全球经济危机。

(2) 2010 年 10 月—2011 年 11 月，实施“紧缩”的货币政策，主要是加息、上调存款准备金率，以及积极的财政政策，主要目标是控制 CPI 和抑制过热投资。

(3) 2011 年 12 月—2014 年 11 月，采取“稳健”货币政策与“积极”财政政策，主要目标是控制地方债务。

(4) 2014 年 11 月—2015 年 10 月，“新常态”的现实解读，即实施“适度宽松”的货币政策与“积极”的财政政策，主要目的是应对国际紧缩环境和国内的下行压力。

接下来谈谈这 4 个阶段的报道重点。

2008 年 10 月—2010 年 10 月，国家采取“适度宽松”的货币政策（减息）与“积极”的财政经济，主要方法是出台“四万亿”的经济刺激政策、减息及下调存款准备金率，目标是应对全球经济危机。

新闻报道的重点之一是国际金融危机之后“四万亿”的国家投资规划。规划的起因、出台过程、主要内容和市场影响均是报道的重点。

起因包括：(1) 2008 年国内生产总值（GDP）较 2007 年同期增长 9%，增速创下 7 年新低。GDP 5 年来首度跌至个位。2008 年，第一季度 GDP 增长 10.6%，第二季度增长 10.1%，第三季度增长 9.0%，第四季度增长 6.8%。其中，第四季度增速为 2001 年以来季度增幅新低。不少经济学家都相信 2009 年我国经济增长有跌破 8% 的危险。(2) 由于受到金融危机的影响，2008 年全年进出口总额为 25 616 亿美元，比上年增长 17.8%，但进出口在“四季度增速回落较多”。海关总署公布 2008 年 11—12 月，我国出口连续负增长。(3) 2008 年全年城镇新增就业 1 113 万人，城镇新增就业总体稳定。到了 2008 年年末，城镇登记失

业率为 4.2%，比上年年末提高 0.2 个百分点。按照研究机构的数据，最保守的失业率数据已在 9% 以上。(4) 国家信息中心预计 2009 年上半年 CPI 将出现负增长，最低可能出现 2% 的负增长。(5) 财政部 2008 年 11 月 13 日公布的数据显示，10 月，全国财政收入为 5 328.95 亿元，比 2007 年 10 月增速降低 0.3%。其中，中央财政收入为 2 776.38 亿元，同比增速 -8.4%。据悉，10 月的全国财政收入增幅已经是连续第 5 个月下滑，并出现了近年来的首次同比负增长。财政部表示，财政收入增速下滑的主要原因是政策性减税较多和经济增长放缓、企业效益下降影响税收增长^①。

“保增长”成为当前宏观调控的首要任务，同时兼顾抑制通货膨胀和保持国际收支平衡。随着美国次贷危机升级为世界金融危机，西方主要经济体陷入衰退的风险不断加大，国内房地产、钢铁、汽车等重要支柱产业产销大幅度下滑。保证中国经济保持平稳较快增长成为当前宏观调控的首要任务。

“四万亿”的国家投资规划出台过程如下。

2008 年 10 月 17 日，国务院常务会议指出，采取灵活审慎的宏观经济政策，尽快出台有针对性的财税、信贷、外贸等政策措施，继续保持经济平稳较快增长。当年 10 月 20 日，国家发展改革委宣布，继续加大强农惠农政策力度，其中包括全力组织开展主要农产品收购，较大幅度提高 2009 年生产的粮食最低收购价格，较大幅度增加对种粮农民的补贴。10 月 21 日，国务院常务会议研究加强基础设施建设，核准了公路、机场、核电站、抽水蓄能电站等一批建设项目，决定加快南水北调中、东线一期工程建设进度。

接着，财政部、国家税务总局宣布，从 2008 年 11 月 1 日起，适当调高纺织品、服装、玩具等劳动密集型商品和高技术含量、高附加值商品的出口退税率。次日，为改善民生、扩大内需，财政部宣布，将加大资助困难学生、优抚救济、住房保障等方面的支持力度，加大保障民生投入力度，切实保障低收入群众和特殊群体的基本生活。

当年 11 月 9 日，国务院常务会议宣布对宏观经济政策进行重大调整，财政政策从“稳健”转为“积极”，货币政策从“从紧”转为“适度宽松”，同时公

^① 2008 年的中国宏观经济数据，<http://business.sohu.com/s2009/jjsj12/>。《透视 2008 年中国宏观经济政策重大调整》，<http://finance.sina.com.cn/g/20081208/19105606562.shtml>。

布了今后两年总额达4万亿元的庞大投资计划,明确要求“出手要快、出拳要重、措施要准、工作要实”。据国家发展改革委测算,大体可以每年拉动经济增长1个百分点。

11月12日,国务院常务会议又决定出台扩大内需、促进增长的四项实施措施。财政部、国家税务总局宣布对个人住房交易环节的税收政策作出调整,降低住房交易税费;中国人民银行宣布下调个人住房公积金贷款利率和扩大商业性个人住房贷款利率的下限。12月3日,国务院常务会议又部署了金融促进经济发展的9项政策措施。

4万亿元投资规划的资金分配结构:(1)铁路、公路、机场、城乡电网是18000亿元。(2)灾后的恢复重建,重灾区是1万亿元。(3)农村民生工程和农村基础设施大体是3700亿元。(4)生态环境方面的投资是3500亿元。(5)安居工程是2800亿元。(6)自主创新结构调整是1600亿元。(7)医疗卫生、文化教育事业是400亿元^①。

11月27日,中国人民银行宣布当年年内第四次大幅度降息,调整幅度创11年之最^②;12月23日,中国人民银行宣布下调一年期人民币存贷款基准利率各0.27个百分点,这是年内第5次降息,累计幅度达2.16%(之后直到2010年10月才转为“加息”——笔者注)。

近一个月后,2008年12月25日,央行继续下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点,大型金融机构调整为15.5%,中小型金融机构调整为13.5%,同时,下调中国人民银行再贷款、再贴现利率(直到2010年1月13日转为上调0.5%——笔者注)^③。

时任国务院总理温家宝于2009年2月25日主持召开国务院常务会议,审议并原则通过有色金属产业和物流业调整振兴规划。至此,国家确定的钢铁、汽车、船舶、石化、纺织、轻工、有色金属、装备制造、电子信息和物流这十大产业振兴规划全部出齐。2010年2月24日,时任国务院总理温家宝主持召

① 《发改委公布“4万亿”投资安排,倾向民生和基础设施》, <http://news.sina.com.cn/c/2008-11-27/102516736404.shtml>。

② 《央行年内第四次降息》, <http://news.hexun.com/2008/11yuejx/>。

③ 《央行降息27基点,存款准备金率降0.5%》, <http://finance.jrj.com.cn/focus/5thjiangxi2008/>。

开国务院常务会议，研究部署进一步贯彻落实重点产业调整和振兴规划^①。

对于这些国家调控的政策出台，新闻报道还聚焦这些政策将如何实施并对市场产生哪些短期和中长期的作用。

此次降息及下调存款准备金，媒体估计将增加银行 6 600 亿元流动性。分析型新闻报道认为企业的利息成本将明显减少，以 2007 年我国金融机构新增贷款总量为 3.63 万亿元计，此次调整就可以让企业少掏 300 多亿元的利息成本^②。同时，业内人士还认为这对股市有促进作用，上市公司成本降低，市盈率会降低，但调整利息和存款准备金率在经济下滑过程中的效果不如在经济高涨时来得明显，因为难以改变经济下滑的势头，更看好减税等财政政策^③。

国外媒体关注这些政策实施，认为人们对财政刺激方案的实质内容仍存有诸多疑问，政府表示投资将走向十个目标领域，包括道路和教育。但是政府尚未公布部分细节，如怎样具体使用这些资金等。同时对信贷扩张过于迅速保持警惕，因为取消了信贷限制或许会使放贷扩大，但认为贷款规模增长不应该高于 20%^④。

之后的新闻报道继续关注“四万亿”刺激方案之于市场的各种长远影响。

2010 年 10 月—2011 年 11 月国家采取“紧缩”的货币政策，如加息和上调银行的存款准备金率，同时实施积极的财政政策，目标是控制 CPI 和抑制过热投资。

这个阶段的国家调控政策与上一阶段呈现相反趋势。新闻报道关注这些政策出台的宏观经济背景及政策之于现实的各种影响，还特别关注央行使“调息”和“调准”两项货币工具之于市场的差异性。

国家统计局发布数据，2010 年 10 月居民消费价格指数（CPI）同比涨幅

① 《九个产业工业增加值占 GDP 比重达三分之一》，<http://finance.sina.com.cn/chanjing/b/20090227/10255909992.sh>。

② 《央行大降息 6600 亿元流动性出笼》，<http://news.hexun.com/2008-11-27/111697646.html>。

③ 《李迅雷：降息抑制经济下滑作用有限，更期盼减税》，<http://finance.jrj.com.cn/people/2008/12/2218583139623.shtml>。

④ 《金融时报》：四万亿元经济刺激方案是否能拉动中国经济增长？<http://news.hexun.com/2008-11-13/111204638.html>。

4.4%，年内首次突破 4%，创 25 个月新高。其中，与百姓密切相关的菜价更是上涨了 31%。如何实现全年 CPI 3% 的预期目标？国家统计局发言人盛来运说：“必须要付出更大努力。”同时，中国人民银行同日公布的金融数据显示，货币供应量环比攀升，10 月末，广义货币（M2）余额为 69.98 万亿元，同比增长 19.3%，增幅比上月高 0.3 个百分点，比 2009 年同期低 10.2 个百分点；狭义货币（M1）余额为 25.33 万亿元，同比增长 22.1%，增幅比上月高 1.2 个百分点，比 2009 年同期低 9.9 个百分点。与此同时，当月住户存款减少 7 003 亿元，创 2009 年以来新低，在通胀预期之下，居民储蓄再现搬家进股市情景。当年 10 月人民币贷款增加 5 877 亿元，同比多增 3 347 亿元。前 10 个月人民币贷款增长 6.89 万亿元。10 月全国 70 个大中城市房价同比上涨 8.6%。10 月住户贷款增加 1 656 亿元，其中，短期贷款增加 467 亿元，中长期贷款增加 1 189 亿元^①。

2010 年，国家 7 次上调银行的存款准备金率，2011 年 1—6 月，又继续 6 次上调存款准备金率，每次的幅度大约为 0.50%，央行多次上调存款准备金率意在收紧货币流动性。2010 年 10 月 20 日，央行首次上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点，由当时的 2.25% 提高到 2.50%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由当时的 5.31% 提高到 5.56%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整。2010 年 12 月 25 日，中国人民银行决定，自 2010 年 12 月 26 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点（达到 2.75%），其他各档次存贷款基准利率相应调整。2011 年 2 月 8 日，中国人民银行决定，自 2011 年 2 月 9 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点（达到 3.00%），其他各档次存贷款基准利率相应调整。2011 年 4 月 6 日，上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点（达到 3.25%），其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。

2011 年 7 月 7 日，上调金融机构人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点（达到 3.50%），其他各档次存贷款基准利率相应调整。这是 2011 年第三次加息，也是 2010 年加息周期启动后的第 5 次加息。分析型新闻报道引用专家观点，认为

^① 2010 年 10 月宏观经济分析，<http://finance.jrj.com.cn/focus/2010n10yjjj/>。

此次加息并没有采取市场上普遍预期的非对称方式，除活期存款利率不动之外，其他存贷款利率都加了 0.25 个百分点。此次加息后，一年期的存、贷款利率分别提高至 3.5% 和 6.56%。虽然 2011 年以来已经连续 3 次加息，但依然没有改变负利率的现状。2011 年 5 月，CPI 同比上涨 5.5%，6 月，CPI 涨幅预计将突破 6%，相比之下，0.25 个百分点的加息幅度并不“解渴”^①。

宏观调控效果分析，主要比较调整存款准备金率和基准利率对于市场产生的差异性的影响。多位市场人士认为，在央票大量到期和外汇占款增加的情况下，上调法定存款准备金率将和公开市场操作一起，成为央行流动性管理的常规工具。专家预计，以四大国有银行计算的法定存款准备金率将提高至 23% 左右。准备金率上调对全社会流动性的影响更为直接且有刚性，尤其对企业的杀伤力太大，很多中小企业根本拿不到钱，加息主要是应对需求拉动型的通胀，而目前物价创新高主要是由于干旱和电荒造成企业开工不足，是供给原因造成的。所以，在此情况下，利率政策一般不会有效果。因此，“加息少而调准多”^②。

2011 年 11 月—2014 年 10 月，宏观调控由紧缩转为稳健（相对收紧）货币政策，同时实施积极的财政政策，目标是抑制 CPI 和地方债务及“影子银行”的扩张，主要方式是非对称加息与上调存款准备金率。

央行定调 2011 年全年广义货币供应量（M2）初步预期增长 16% 左右。而增幅数据显著低于年度预期值，显示货币政策仍在“稳健”区间，考虑到 CPI 数据仍处于高位，货币政策短期内难有效果。但考虑到实体经济领域存在增速放缓状况，央行可能对某些特定新兴领域采取定向宽松政策。2011 年 11 月 30 日，下调准备金率 0.5 个百分点，这是自 2008 年 11 月以来首次下调^③。

2011 年 12 月召开的中央经济工作会议确定了 2012 年稳中求进的工作总基调。2012 年 3 月召开的“两会”明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币

① 《央行再度加息 25 个基点，房贷利率升至近 10 年来最高》，<http://news.hexun.com/2011-07-07/131219091.html>。

② 《货币工具收紧流动性，中小企业钱荒日益突显》，<http://news.hexun.com/2011-06-08/130327627.html>。《紧缩了谁》，<http://magazine.caing.com/news/chargeFullNews.jsp?id=100246454&time=2011-04-09&cl=115&page=all>。《货币政策谋变》，<http://magazine.caijing.com.cn/templates/inc/chargecontent2.jsp?id=110687539&time=2011-04-09&cl=106&page=2>。

③ 《央行下调存款准备金率》，http://finance.sina.com.cn/focus/zhbj1_2011/index.shtml。

政策,根据形势变化适时适度预调微调,进一步提高政策的针对性、灵活性和前瞻性。

2012年货币政策调整一览有2次降息(非对称)和2次降准,2012年6月8日降息,是近4年来首次降息^①。2012年新一轮宏观刺激开始实施,当年9月5日、7日,国家发改委网站集中公布了60个批复公告,其中涉及公路、轨道交通、港口航道等交通基础设施及污水处理、垃圾焚烧发电等项目总计55个,投资规模预计超过万亿元。此外,广东、重庆、天津等地也分别公布了各自高达上万亿元的投资计划^②。2013年积极财政政策着重于税制改革与结构性减税:扩大营业税改征增值税试点地区和行业范围^③。

对于央行的非对称性降息与降准,市场反应不一。新闻报道分析央行此次降息体现了明显的非对称性:存款基准利率下调0.25个百分点,贷款基准利率下调0.31个百分点,贷款利率下降较多,这对于从银行贷款的小企业及需要还房贷的房奴来说,都是利好消息。值得注意的是,对于活期存款利率,央行此次只降低了0.05个百分点,降至0.35%。记者还注意到,此次降息之后的一年期存款基准利率是3%。根据此前央行6月8日存款利率最多上浮10%的规定,大部分银行将存款利率都一浮到顶。也就是说,此次降息之后,市场上的一年期存款基准利率可能将很快达到3.3%。而根据国家统计局最新公布的指标,5月份的CPI涨幅是3%,此次降息之后,居民存款利率理论上仍可跑赢CPI。这表明央行在刺激经济、降低企业融资成本的同时,希望尽力保护储户的利益。但是新闻报道引用专家观点认为“不到1个月的时间里连续2次降息,表明第二季度GDP增速确实低于宏观预期”^④。

新闻报道还关注中国货币总量规模与市场流动性之间的互动关系。2013年4月10日,中国人民银行发布的关于货币供应量的各种数据、中国人民银行(央

① 《央行降准息》, <http://finance.chinanews.com/cj/2012/07-25/4056423.shtml>; <http://topic.eastmoney.com/jiangxi2/>。

② 广东:http://www.gddpc.gov.cn/fgzl/zdxm/zdxmjs/201203/t20120329_170964.htm。天津市:<http://forum.home.news.cn/thread/94089409/1.html>。重庆市:<http://www.ceh.com.cn/ceh/xwpd/2012/3/6/102005.shtml>。四川省、贵州省、浙江省、长沙市等:<http://www.ceh.com.cn/ceh/xwpd/2012/3/6/102005.shtml>。

③ 《2013年积极财政政策新看点》, http://news.xinhuanet.com/politics/2012-12/21/c_114103705.htm。

④ 《央行一月两次降息,70%人认为降息难阻经济颓势》, http://money.eastmoney.com/news/72809_20120706219268842.html。

行) 11 日发布的统计数据显示, 3 月份新增贷款 1.06 万亿元。同时, 3 月末, 中国货币供应量余额为 103.61 万亿元, 同比增长 15.7% (环比增长 3.75%——笔者注), 首次突破 100 万亿元大关, 是美国的 1.5 倍 (美国当时的货币供应量为 64.71 万亿元)。

《新京报》2013 年 3 月 12 日已经对当时央行公布的数据进行了分析, 并提出了一个事关宏观经济发展和调控的问题: “从 2002 年年初的 16 万亿元, 到如今逼近 100 万亿元, 十多年里我国货币供应量增长超过 5 倍, 货币是否超发再引争议……如果货币总量的扩张节奏跟随实体经济同步变化, 即 M2 与 GDP 之比大致维持在 1.5 倍的水平, 那么目前 75 万亿元的货币总量就完全足够, 但现在货币总量已远远高出。货币超发冲击物价、推高房价, 最大的受害者是国内消费者^①。”

2014 年 11 月—2015 年 12 月, 中国进入“新常态经济”的发展现状, 央行实施“适度宽松”的货币政策与“积极”的财政政策, 主要目的是应对国际紧缩环境和国内的经济下行压力。主要方法是非对称降息、定向降准和去杠杆化。2015 年, 央行降息 5 次, 降准 3 次。

新闻关注的焦点之一是此次降息及降准与前三次调控方式的差异性, 即政策对于不同的级别市场或者不同的金融机构采取了有针对性的差别政策, 并在宏观调控货币市场的同时继续推进利率市场化的改革, 在 2015 年 10 月的调控中, 对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限。

例如, 2015 年 2 月 4 日, 中国人民银行宣布下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时, 中国人民银行宣布对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率 0.5 个百分点, 对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 4 个百分点。

当年 2 月 28 日, 中国人民银行自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%; 一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%, 其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。

① 《我国货币供应量逼近 100 万亿元》, 新京报 2013 年 3 月 11 日, http://epaper.bjnews.com.cn/html/2013-03/11/content_416656.htm?div=-1。

当年4月19日，中国人民银行决定自2015年4月20日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点。对农信社、村镇银行等农村金融机构额外降低人民币存款准备金率1个百分点。

紧接着，当年5月10日，中国人民银行宣布自2015年5月11日起金融机构人民币一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%，一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%，同时，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍。

6月27日，中国人民银行宣布降息0.25个百分点，同时定向降准0.5个百分点。2015年8月26日起，再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低企业融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.6%，一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.75%，其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。同时，放开一年期以上（不含一年期）定期存款的利率浮动上限，活期存款及一年期以下定期存款的利率浮动上限不变。

2015年10月24日，中国人民银行决定下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低社会融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.35%，一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.5%，其他各档次贷款及存款基准利率、中国人民银行对金融机构贷款利率相应调整，个人住房公积金贷款利率保持不变。同时，对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限，并抓紧完善利率的市场化形成和调控机制，加强央行对利率体系的调控和监督指导，提高货币政策传导效率。

新闻关注的焦点之二是双降及相应的宏观调控政策之于市场的效果分析，以及中国当前经济下行的问题和原因。新闻分析认为央行决定不再设置存款利率浮动上限，这标志着利率管制基本放开，金融市场主体可按照市场化的原则自主协商确定各类金融产品定价，同时也符合IMF将人民币纳入SDR的要求。由于目前金融机构资产端面临资产配置荒，所以，在负债端不会出现无序竞争，这有利于降低放开存款利率浮动上限带来的风险。但是，双降措施仅仅对于稳定金融体系有所帮助，对促进经济增长的作用不会很明显，因为目前中国面临的都是结构性问题。就像美国、日本实施的量化宽松政策一样，货币政策不能

解决结构性问题，宽松过头反而会画地为牢。因此，必须尽快有效地推动改革，解决过剩产能问题，以避免过于依靠货币政策而跌入“流动性陷阱”^①。

第三小节 指向性的宏观经济市场现象

宏观经济的新闻报道从关注经济数据开始转向分析某些带有指向性的宏观经济市场现象，这些现象映射着中国改革开放 30 多年来经济形态的转型，同时也预示着中国未来宏观经济的发展趋势，如“新常态经济”、“克强经济学”、“自由贸易区”、“负面清单”、“去杠杆化”等。

1. 新常态经济

2013 年 11 月 9 日—12 日，中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议召开并通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提到“市场在资源配置中起决定性作用”。而此前的表述是“市场在资源配置中起基础性作用”。“基础”和“决定”，两字之差，体现的是对政府和市场关系的新定位。全会指出，要紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革，坚持和完善基本经济制度，加快完善现代市场体系、宏观调控体系、开放型经济体系，加快转变经济发展方式，加快建设创新型国家，推动经济更有效率、更加公平、更可持续发展。

2013 年 12 月 10 日，习近平总书记在中央经济工作会议上的讲话首次提出“新常态”：“我们注重处理好经济社会发展各类问题，既防范增长速度滑出底线，又理性对待高速增长转向中高速增长的新常态；既强调改善民生工作，又实事求是地调整一些过度承诺；既高度关注产能过剩、地方债务、房地产市场、影子银行、群体性事件等风险点，又采取有效措施化解区域性和系统性金融风险，防范局部性问题演变成全局性风险。”

2014 年 11 月，习近平总书记详细阐述了新常态的内涵和意义，其中包括“从高速增长转为中高速增长”、“经济结构不断优化升级”、“从要素驱动、投资驱动转向创新驱动”三个广大。经济增长更趋平稳，增长动力更为多元。习

^① 《当前双降有充分理由》，<http://money.163.com/15/1024/03/B6LON65L00253B0H.html>。

近平总书记说，以目前确定的战略和所拥有的政策储备，正在协同推进新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化，这有利于化解各种“成长的烦恼”。中国经济更多依赖国内消费需求拉动，避免依赖出口的外部风险。经济结构优化升级，发展前景更加稳定。习近平总书记以前三季度消费对经济增长的贡献率超过投资、服务业增加值占比超过第二产业、高新技术产业和装备制造业增速高于工业平均增速、单位 GDP 能耗下降等数据指出，中国经济结构“质量更好，结构更优”。政府大力简政放权，市场活力进一步释放。^①

新常态经济包含如下 4 种经济结构的转型。

(1) 以国民生产水平而言，中国经济将进入一个调整与稳定增长，而非高速增长的发展时期，即保持 6%~7% 的 GDP 或者可能更低但稳定的增速水平。

(2) 以国家财政收入水平而言，财政收入增速放缓，赤字持续增加。

(3) 以产业发展而言，中国产业结构进入深度调整期，创新力有待提升，盈利与融资模式将改变传统模式，以互联网为核心资源配置枢纽将发挥越来越重要的作用。

(4) 以国家宏观经济发展而言，这是一个“去杠杆化”的长期过程，改变了以“投资拉动+债务扩张”的传统发展模式，同时也是化解各种财务杠杆的过程。

与新常态经济相关的宏观经济现象还有“三期叠加”与“中等收入陷阱”。时任中国财政部部长的楼继伟就中国经济发展的宏观特征进行了总结^②，认为中国经济处于经济增速换挡期、经济结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期“三期叠加”阶段。前期刺激政策的外部性：第一，高杠杆率。关于杠杆率，最简单的是看 M2 和 GDP 之比，这个比例现在是 193%。第二，全要素生产率下降。设备投资占总投资之比。2007 年是 23%，2013 年降到 20.4%，降了 2.6 个百分点。

① 《习近平首次系统阐述“新常态”与新机遇》，http://news.xinhuanet.com/politics/2014-11/10/c_127195118.htm。

② 《楼继伟清华大学演讲全文：中国可能滑入中等收入陷阱》，http://money.163.com/15/0505/00/AOQHB46U00253B0H.html#sns_weixin。
《评论：楼继伟式悲观与中等收入陷阱焦虑症》，<http://m.ftchinese.com/story/001061873?ccode=2G158001&from=groupmessage&isappinstalled=0>。

设备投资和全要素生产率提高是直接相关的。前期的政策刺激主要以造城和房地产为主，消化期的主要任务则是要“稳妥地去杠杆”。

楼继伟从国家财政收入、成本角度来分析中国经济发展的三个阶段并警惕中国经济发展走入“中等收入陷阱”。他认为从20世纪80年代到90年代中早期，工资的增长大于劳动生产率的增长，这是成本真实化的早期；90年代中期至2007年开始了进一步工资成本真实化的第二阶段，即养老保险、医疗保险和住房货币化的改革，都成为显性成本，经济增长基本达到9%~10%。2007年是一个拐点，2008年1月《劳动合同法》实施，从这一年开始，工资的增长高于劳动生产率的增长。

中国将会进入“中等收入陷阱”吗？楼继伟认为这需要如下两个前提条件。

(1) 老龄化和劳动力人口下降得太快，五六年前还在谈论“刘易斯拐点”，但是2015年就发现劳动力人口绝对数量开始下降；老龄化速率比较快，即65岁以上人口占比快速上升。据社科院的研究表明，老龄化比率从7%上升到14%，世界平均时长花费40年，我国则是23年；从14%上升到21%，世界平均时间是50年，我国则是11年。并且，劳动力人口以每年二三百万人的速度下降，这种下降速度有可能持续20年。

(2) 教育没有使人力资本同等提升，同样也没有使劳动效率提升。

2. 克强经济学^①

克强经济学是外资机构巴克莱资本公司于2013年6月底提出的概念，予以指称李克强总理为中国制定的经济增长计划。巴克莱所提的“克强经济学”仅系一个初步的概念，是经济思路和经济政策的取向，并不是一个完整的经济政策体系。“克强经济学”概念核心包含三个主要的构成部分，也被解读为“克强经济学”的三大支柱：(1) 政府不推出刺激经济的政策，而是通过逐步缩减国家主导的投资行为。(2) 去杠杆化，以大幅削减债务，降低借贷与产出比。(3) 推行经济结构改革，以短痛换取长期的可持续发展^②。

2013年7月30日，中央政治局召开会议，分析研究上半年经济形势和下

① 网页专题《李克强经济学》，http://business.sohu.com/s2013/likonomics_list/。

② 《“克强经济学”精髓是打造中国经济升级版》，<http://www.chinanews.com/hb/2013/07-22/5068536.shtml>。

半年经济工作。李克强认为宏观经济调控既注意“不刺激”，也求“有作为”；既要扭住长期“转型升级”不放，也要兼顾经济即期增长，充分体现了宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底。同时，李克强总理力推机构改革、转换政府职能，推进政事分开、政社分开，放开市场准入。凡是社会能办好的，尽可能交给社会力量承担，以形成改善公共服务的合力。他要求加快解决领域公共服务产品短缺、质量和效率不高等问题，使群众得到更多便利和实惠。历来主张将政府不该管或管不好的事务放给社会和市场来承担，政府集中力量做好本分，政府要归位和补位，不缺位、不越位。政府要转换角色，不能既当裁判又“踢球”。要将适合市场化方式提供的公共服务事项，交由具备条件、信誉良好的社会组织、机构和企业承担。特别是满足文化需求等高端服务，政府和事业单位无法包办，必须面向市场寻求解决之道^①。

新闻分析根据李克强政府就任 100 多天的表现，来归纳他的施政特征，包括：挤水分、简政放权、力推城镇化、调结构、改增长方式等。其中，挤掉经济中的水分、打击影子银行、去杠杆化属于降速、去风险的措施，盘活存量、城镇化将促进可持续增长。“去风险”与“促增长”之间固有因果关系，却也需要具体措施来保证两者的有机联系^②。

放开管制、放开准入、放开市场成为“克强经济学”的三个指标性的政府政策导向。

放开管制，主要体现在利率市场化的推进。7月19日晚间，中国人民银行宣布，经国务院批准，中国人民银行决定，自2013年7月20日起全面放开金融机构贷款利率管制。“取消金融机构贷款利率0.7倍的下限，由金融机构根据商业原则自主确定贷款利率水平。”中国人民银行称，取消票据贴现利率管制，改变贴现利率在再贴现利率基础上加点确定的方式，由金融机构自主确定。这是2013年以来在金融领域推出的最为重大的改革举措。利率管制时代，央行对商业银行的存款、贷款利率均进行管制，此次放开贷款利率之后，利率市场化就只剩下最后一步：放开对存款利率的管制^③，利率管制至2015年10月已基本放开。

① 《李克强总理统筹施策持续发力，释放多重利好》，<http://business.sohu.com/20130801/n383092351.shtml>。

② 《联合早报：“李克强经济学”与问题解决方案》，<http://business.sohu.com/20130708/n381009847.shtml>。

③ 《央行放开贷款利率管制》，<http://business.sohu.com/20130719/n382124663.shtml>。《贷款利率放开影响了谁》，<http://bank.hexun.com/2013-07-22/156373289.html>。

放开准入，主要体现在银行民营化的改革。2013年9月16日，国家工商总局网站公示信息显示，苏宁银行股份有限公司、华瑞银行股份有限公司的企业名称已经获得工商总局预核。在日前苏宁提出申请成立民营银行后，其动向备受关注，此次工商注册过关，似乎证明其在成立银行道路上更进一步，当日苏宁股价上涨5%^①。银监会党委书记、主席尚福林在银监会2014年上半年全国银行业监督管理工作会议上披露，银监会近日已正式批准三家民营银行的筹建申请。这三家民营银行分别是：腾讯、百业源、立业为主发起人，在广东省深圳市设立的深圳前海微众银行；正泰、华峰为主发起人，在浙江省温州市设立的温州民商银行；华北、麦购为主发起人，在天津市设立的天津金城银行。尚福林介绍，三家试点银行在发展战略与市场定位方面各有特色，目标是为实体经济发展提供高效和差异化的金融服务，如深圳前海微众银行将办成以重点服务个人消费者和小微企业为特色的银行，温州民商银行定位于主要为温州区域的小微企业、个体工商户和小区居民、县域三农提供普惠金融服务，天津金城银行将重点发展天津地区的对公业务^②。

放开市场，主要体现在中国自由贸易区的成立及负面清单制度的出现。

3. 自由贸易区

自由贸易区指的是在主权国家或地区的关境以外，划出特定的区域，准许外国商品豁免关税自由进出，实质上是采取自由港政策的关税隔离区。狭义仅指提供区内加工出口所需原料等货物的进口豁免关税的地区，类似出口加工区。广义还包括自由港和转口贸易区。国务院2013年9月27日印发《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》。在上海市外高桥保税区等4个海关特殊监管区、共计28.78平方公里的土地上，建设中国内地第一个自由贸易试验区（以下简称“自贸区”），也是制度设计的改革，在自贸区内，货币可以自由兑换，并实施“负面清单”管理模式。

2015年3月24日，中共中央政治局审议通过广东（三大片区：广州南沙自贸区、深圳蛇口自贸区、珠海横琴自贸区）、天津（三大片区：天津港片区、天津机场片区、滨海新区中心商务片区）、福建自由贸易试验区总体方案。目的

① 《苏宁银行名称获核准，苏宁云商涨5%》，<http://stock.jrj.com.cn/hotstock/2013/09/16104715844223.shtml>。

② 《首批试点三家，民营银行正式起锚》，<http://finance.ce.cn/sub/2013zt/myyh/>。

是要构建开放型经济新体制，探索外商投资准入前国民待遇加负面清单管理模式，建设法治化营商环境。要推动“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展等国家战略的贯彻实施^①。

新闻关注主要集中在自贸区各种政策与制度的设计，以及如何落地实施。

例如，自贸区是在国家战略层面施展开来的区域性规划方案，本质的核心政策之一是“税收优惠”，这无疑会在很大程度上带来政策性的不公平，在自贸区内对符合条件的企业按 15% 的税率征收所得税，或将人为阻碍中国各个区域之间的内生规律发展和自由市场化进程步伐。此外，在自贸区内实施汇率市场化及放开资本项目有可能导致国际资本尤其是没有真实贸易背景的游资通过这一平台疯狂套利；而一旦资本大幅回流，将对资本市场和实体经济造成冲击，反过来影响人民币资本项目开放的进程。综合而言，新闻关注自贸区现在面临的问题是如何在复杂经济活动中设立起有效的风险防范屏障，既能让自贸区健康运行，又不对区外经济构成负面冲击。在开放创新过程中，有些可能甚至超出监管自身的能力范畴，这就无疑对监管提出了更高的要求^②。

4. 负面清单

《中国（上海）自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2013 年）》（以下简称“负面清单”）以外商投资法律法规、《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》、《外商投资产业指导目录（2011 年修订）》等为依据，列明中国（上海）自由贸易试验区（以下简称“自贸试验区”）内对外商投资项目和设立外商投资企业采取的与国民待遇等不符的准入措施。负面清单按照《国民经济行业分类及代码》（2011 年版）分类编制，包括 18 个行业门类。S 公共管理、社会保障和社会组织、T 国际组织 2 个行业门类不适用负面清单^③。

除列明的外商投资准入特别管理措施，禁止（限制）外商投资国家及中国缔结或者参加的国际条约规定禁止（限制）的产业，禁止外商投资危害国家安全和项目，禁止从事损害社会公共利益的经营项目。自贸试验区内的外资并购、外国投资者对上市公司的战略投资、境外投资者以其持有的中国

① 中国政府网，http://www.gov.cn/xinwen/2015-04/20/content_2849703.htm。

② 《直击上海自贸区落地》，<http://business.sohu.com/s2013/shzmq/>。

③ 《上海自贸区负面清单公布》，http://news.xinhuanet.com/house/sh/2013-09-30/c_117568041.htm。

境内企业股权出资，应当符合相关规定要求；涉及国家安全审查、反垄断审查的，按照相关规定办理。中国香港特别行政区、澳门特别行政区、台湾地区投资者在自贸试验区内投资参照负面清单执行。内地与中国香港特别行政区、中国澳门特别行政区《关于建立更紧密经贸关系的安排》及其补充协议、《海峡两岸经济合作框架协议》及其后续《海峡两岸服务贸易协议》、我国签署的自贸协定中适用于自贸试验区并对符合条件的投资者有更优惠的开放措施的，按照相关协议或协定的规定执行。

“负面清单”的本质是政府“简政放权”的制度改革，自上海自贸区成立以来一直是新闻热点话题。

新闻关注之一是负面清单的实施内容，特别是与过去相比，各种沉默权力的边界划分、清单的实施办法和时间表，以及2015年全国自贸区的负面清单总体方案出台^①，等等。

新闻关注之二是实施过程，如上海自2013年成立自贸区以来，连续三年每年调整与颁布的“负面清单”。例如，2014年6月30日，上海市政府颁布了第二版“负面清单”。相较第一版，这一版由190条减到了139条。其中，比较引人注意的是，删除了关于制造武器弹药、博彩业和色情业的禁止。2015年4月8日，第三版“负面清单”颁布者，由上海市政府升为国务院办公厅，适用范围也扩展到了福建、广东、天津和扩区后的上海四地自贸区。相较前两版，这一版本改动最大。它由最初的190条减少至122条，但是，并非各个行业数量均等下降，而是有些行业的限制彻底解除了，也有些行业的要求被大大扩充。限制减少最多的，如制造业由2013年的63条减为17条，对食品饮料的限制消失了，剩下的主要是对交通工具的限制；完全解除限制的行业有建筑业、交通运输、仓储和邮政，以及房地产业^②。

5. 去杠杆化

“杠杆化”的主要方式有两类：第一类是“金融工具杠杆”，主要是通过期权、期货等衍生类金融工具的“保证金交易”制度实现杠杆化；第二类是“财

① 《新自贸区方案公布 2015 版负面清单出炉》，<http://www.caixin.com/2015-04-20/100801646.html>，<http://politics.people.com.cn/n/2015/0420/c1001-26873059.html>。

② 《上海自贸区负面清单试行三年：让“沉默的权力”公开透明》，<http://www.infzm.com/content/115642>。

务工具杠杆”，企业或政府通过借债进行融资，在不增加权益资本的情况下，通过负债扩大了企业的投资能力。

2015 年国家宏观调控的“去杠杆化”主要针对第二类杠杆，即企业和地方政府通过财务工具进行的超负荷的“债务杠杆”。债务总量及高昂的债务成本令地方政府难以承担。高杠杆下的中国经济面临着最可怕的金融风险——股市、汇率和楼市三线波动的市场局面。去杠杆化的方法主要有：通过各种方式（财政和资产证券化过程）缓解政府债务；对金融市场进行重组，包括制度重建与机构改革；提升私营企业的活跃程度；降低市场准入机制等以提升市场经济的自由度，等等。

新闻重点关注中国市场“高杠杆”的呈现方式：一是观察金融市场债务杠杆的作用方式，特别是地方政府债务的总量；二是观察实体经济的发展态势以及结合债务杠杆的作用来分析未来的发展趋势。

金融市场债务杠杆的作用方式，包括地方政府债务总量规模，有如下三个特征^①。

（1）银行总资产对 GDP 占比从 2008 年前三年的 200% 左右的稳定水平飙升至如今的 280% 以上，增速过快。国际清算银行通过对现在 14 个发达国家在过去 140 年左右的一些债务数据和货币发行数据进行研究得出如下结论：一旦银行资产对 GDP 的占比增速过快，且达到了一个前所未有的高度，那么它预示着超级去杠杆化（非常严重的金融危机）爆发的可能性已相当高了。

（2）地方政府债务总量对 GDP 占比已从 2008 年金融危机前的 20% 增加到了目前的 40%，翻了一倍，近 3 万亿美元。地方政府不允许发行债券，因此只能通过银行和影子银行融资，其融资成本比 10 年期国债收益率要高 5 个百分点以上，每年要多付出的利息以千亿美元为计。

（3）标普最新中国企业债务研报，2014 年中国非金融企业债务总量高居全球第一，达 16.1 万亿美元（是美国的两倍），其对 GDP 占比高达 160%，远远高于 2013 年的 120%，增速惊人。而且未来相当长时间内中国企业债务情况都会继续恶化，因为企业的债务增速会持续超过 GDP 增速。到 2019 年中国的非

^① 《中国经济去杠杆的宏观策略大考量》，http://www.chinareform.org.cn/Economy/finance/Practice/201510/t20151030_237182.htm。

金融企业债务总量将攀升至 28.5 万亿美元，这种债务增长趋势将给金融系统带来巨大的不稳定性。

因此，化解地方政府债务成为去杠杆化的重要任务，这也成为另一个新闻重点关注的领域。

2015 年 3 月初，财政部副部长朱光耀表示，国务院批准了 1 万亿元的地方债务置换额度，允许企业在契约精神下借新还旧进行置换。财政部将很快公布置换具体计划。当时就有很多人把它解读为中国版本的 QE，随即这种说法被财政部澄清否认。4 月底，又有传闻称央行将允许商业银行以地方政府置换债换取流动性，以此来提高流动性和刺激信贷投放。央行可以直接购买商业银行的资产，包括地方债等方式投放基础货币，为配债资金做相应的安排，并以此撬动信用投放，缓解通缩压力，推动经济增长。

从理论上讲，中国地方债务置换计划的方式，是在财政部甄别存量债务的基础上，把原来融资平台代表政府的理财产品、银行贷款，期限短、利率高的债务置换成低成本、期限长的债务。存量债务中属于政府直接债务的部分，将从短期、高息中解脱出来，变成长期、低成本的政府直接债务。一言以蔽之，就是换了一种承债形式，并没有新增货币。

其次，新闻还关注债务货币化的资金来源，以及对市场流动性的影响。

2015 年 10 月 10 日，中国人民银行发布《人民银行推广信贷资产质押再贷款试点》公告。相较于此前再贷款质押品范围仅仅为国债、央票、政策性金融债、银行承兑汇票，此次新规明确将评级结果符合标准的信贷资产列入了合格质押品的范围。关于此次公告，新闻关注其本质特征，以及对市场流动性的影响。

有一种分析观点认为这种合格质押品范围的扩展，有助于弥补地方金融机构合格抵押品的不足，引导地方金融机构扩大对“三农”、小微企业信贷投放，也有利于促进金融机构中关于“信贷结构调整”的政策落到实处。

但是，有新闻分析认为这有可能成为中国版的“定量宽松”，中国政府网 4 月 12 日公布国务院批复的国开行、进出口银行、农发行改革实施总体方案要求，三家银行强化资本约束机制、规范治理机构。随后 4 月 20 日有消息称，经国务

院批准，央行将以外汇储备委托贷款债转股的方式，注资国开行和进出口银行，金额分别为 320 亿美元和 300 亿美元，这一举动也被业内人士解读为：类似定向 QE，专家分析此次央行以外储委贷债转股，相当于行使了第二次印钞权。如果这些资金用于稳增长基建投资，则相当于定向 QE 刺激基建投资贷款。如果这些资金用于购买地方债务，则相当于间接、定向 QE，即债务货币化。此外，可能的债务置换方式主要为如下两种。一为银行购买，是地方政府和商业银行正常契约行为。例如，商业银行 A 用超额存款准备金置换商业银行 B 的城投债务。整个商业银行体系的资产结构发生改变，但总体超额准备金不变，地方债由高息、短期变为低息、长期。二为央行参与，通过 PSL（抵押补充贷款）或再贷款等形式，给商业银行 A 或政策性银行注入资金，用于置换商业银行 B 的城投债务，类似 QE 且可绕过《中国人民银行法》第 29 条的限制，商业银行整体超额准备金增多，资产结构改变^①。

在中国人民银行研究局首席经济学家马骏看来，“7 万亿元 QE”的解读和对流动性影响的估计没有根据。中国人民银行宣布扩大信贷资产质押再贷款试点的合格质押品选择范围，不会对流动性总量产生显著的影响，也不可能是“中国版 QE”^②。

有关中国地方政府的债务化解，将成为宏观经济领域报道中需要长期关注的重点内容。

此外，新闻还关注实体经济下行或复苏的特征：（1）中国某些产业的产能过剩和资源错配的矛盾依然严重，而且制度因素及环境因素对我国经济增长的制约越来越明显。（2）消费和进出口难以保持 2012 年之前的增速水平，经济增速的进一步下调已成事实。（3）2014—2015 年中国制造业采购经理指数（PMI）一直在枯荣线附近徘徊，且一直未出现明显反弹趋势，反映出生产环节需求持续疲弱，且无明显改善迹象。其中，PMI 新出口订单指数也在 2014 年年底跌至枯荣线以下，之后始终没有反转至枯荣线以上。

① 《中国版 QE 猜想：央行降准注资解渴，万亿元债务置换去魅》，http://finance.ifeng.com/a/20150425/13662958_0.shtml。

② 《究竟有没有“7 万亿元中国版 QE”？》，<http://politics.people.com.cn/n/2015/1027/c70731-27742397.html>。

同时，新闻还关注国外现状^①：（1）发达经济体的 GDP 增速回稳，以 IMF 的预测为基础假定美国经济增速为 2.5%，欧元区经济增速为 1.5%，日本经济增速为 0.8%。（2）国际大宗商品价格回暖，全球贸易情况基本稳定，然而油价基于供给充足将呈现低位震荡徘徊的走势。（3）美联储的预期加息及加息幅度。（4）汇率虽然微幅贬值，但走势稳定。

第二节 金融市场财经新闻报道

关键词：证券市场 银行业 保险业 地方债务货币化 影子银行 刚性兑付

中国金融市场的重点报道领域有证券市场（包括股市、基金、债券和信托）、银行业和保险业。此外，地方债务货币化及中国“影子银行”、债券市场和信托市场的“刚性兑付”也是报道的重点领域。

第一小节 金融市场新闻的重点报道领域

股市领域的新闻报道包括：（1）股市日常收盘稿。（2）股市波动市场原因分析，国家宏观和产业政策的短期与中期影响，以及对哪些行业产生影响。（3）有关国家金融改革分析，特别是证监会的相关制度改革：入市制度、高管套利分红、交易制度、分级市场发展（“新三板”和“创业板”），还有融资融券（券商业务）、股票配资（民间融资业务）等金融创新方式。（4）上市公司“蓝筹股”（主要指长期稳定增长的、大型的传统工业股及金融股，既有央企、省企，也有大型的民营企业——笔者注）的公司内部治理结构的变化，包括股权变化、大股东行为、利润转移、财务压力等。

基金和债券市场报道领域包括：（1）市场创新型的产品及收益分析，尤其与股市或与政府债务关联度高的新产品的收益分析。（2）市场风险分析。各种“内幕交易”，如“老鼠仓”。（3）基金公司的投资组合新趋势，债券业与银行表外业务合作的行为方式。（4）政府债务资产债券化的过程及相关的风险分析。

^① 《去杠杆化仍将继续》，<http://www.ftchinese.com/story/001043753>。

(5) 债券市场的收益变化与中国货币总量(M2)波动、政府债务之间的关系,等等。

信托市场报道领域包括:(1) 金融市场改革过程中所出现的新兴信托产品的收益与风险分析。(2) 与政府投资类相关的政府信托产品的发展和风险分析,尤其关注国有企业、基建类信托产品的风险分析,如“刚性兑付”与“非刚性兑付”。(3) 信托市场与银行业表外业务的关系,私募基金阳光化等。(4) 信托产品的高杠杆化的作用与风险分析。股票配资的投资类产品——伞形信托,等等。

银行业的报道重点领域包括:(1) 银行业改革的具体行动、上市公司业绩及核心业务。(2) 银行与中国地方政府的关系,特别是地方政府的融资方式和融资平台。(3) 银行间业务往来(同业拆借)、银行表外业务,涉及“私人银行”投资、“银行固定事业部”理财、债券信托咨询、金融衍生品业务、银行特有的理财业务及“资金池”等。(4) 银行业改革。银行民营化,尤其关于互联网普惠金融业发展,包括“P2P”小微贷款模式和创新型的网络银行业务。另外,还有利率市场化改革推进等。

保险业与互联网金融重点领域包括:(1) 由于市场改革而产生的创新产品的收益与风险分析。(2) 由于保险业放开准入之后,其他企业的进入。(3) 保险公司的资本模式,如兼并重组。(4) 互联网金融板块的发展,保险业在其中的平台作用。(5) 社保基金在金融市场中的发展。(6) 保险公司的公司治理结构分析等。

第二小节 地方债务货币化与中国“影子银行”

新一轮刺激、地方政府债务、城投债、信托产品、资金/资产池,等等,将这些链条串起来是否就等于“影子银行”?分析2008—2013年的中国宏观政策调控之下的金融系统和非金融系统之间的货币流向,其中涉及地方政府的债务、企业贷款、银行平台业务和表外业务、信托业务、债市、股市等各个环节之间的关系,无不与影子银行产生关联。因此,中国“影子银行”成为新闻报道中的一个重点主题。

国际上普遍认为，影子银行指在银行系统之外进行资产证券化活动，尤其是从事促进杠杆和转换类活动的金融中介，他们不受监管，不能得到公共部门直接的流动性支持。但是，“影子银行”在中国金融市场和宏观经济领域所呈现出的主要特征与国外有明显差异，理论界或实务界看法不一，甚至存在巨大争议。在银监会和一些商业银行看来，中国并不存在影子银行体系；某些银监会人士认为“因为信托、银行理财等表外业务都有监管，也没有杠杆，这是与国外影子银行体系的最大不同。”^①一些银行业高级官员甚至否认非正规领域的存在。“‘影子银行’这个词不太适用于中国，”中国四大国有银行之一——中国工商银行（ICBC）的董事长姜建清表示，“这里没有游离于监督和监管体系之外的金融机构。”^②不过，2014年年初《国务院办公厅关于加强影子银行监管有关问题的通知》（简称107号文）首次定义了影子银行及其监管体系，107号文肯定了影子银行出现的必然性和积极意义，对风险定性“总体可控”，首次以官方最高规格颁布了对影子银行体系的监管框架，相当于官方首次正视中国影子银行的事实；同时，107号文强调的重点就是“严格监管超范围经营和监管套利行为”。107号文还指出，影子银行的产生是金融发展、金融创新的必然结果，作为传统银行体系的有益补充，在服务实体经济、丰富居民投资渠道等方面起到了积极作用^③，但是，从文件细节来看，107号文对影子银行的认识仍然模糊，对影子银行的规范也只是原则性的“顶层设计”，缺乏具体的操作细则，监管思路仍不明确，比预期更加中性。

新闻关注之一是中国是否存在“影子银行”？其“中国特色”是什么？

1. 社科院关于“中国影子银行”的定义

中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地2013年10月8日发布的《中国金融监管报告2013》（以下简称《监管报告》）称，2012年年底中国影子银行规模或达到20.5万亿元（基于市场数据）。

统计的最窄口径只包括银行理财业务（表外业务）与信托公司两类；较窄口径包括最窄口径、财务公司、汽车金融公司、金融租赁公司、消费金融公司等非

① 《中国式次贷》，《财新周刊》2012年第41期，2012年10月22日出版。

② 《中国的“影子银行”》，FT中文网2011年4月8日，<http://www.ftchinese.com/story/001037947/>。

③ 《定调影子银行》，财新网2014年1月13日，<http://magazine.caixin.com/2014-01-10/100627301.html>。

银行金融机构；较宽口径包括较窄口径、银行同业业务、委托贷款等表外业务，融资担保公司、小额贷款公司与典当行等非银行金融机构；最宽口径包括较宽口径与民间借贷。最窄口径，2012年年底中国影子银行体系规模巨大，达到14.6万亿元（基于官方数据）或20.5万亿元（基于市场数据）。前者占GDP的29%与银行业总资产的11%，后者占GDP的40%与银行业总资产的16%。

《监管报告》认为，中国影子银行体系的产生与发展有其合理性和重要意义。一方面，影子银行体系突破了传统银行体系的禁锢，提高了储蓄资金的配置效率，为中国实体经济提供了必要的流动性缓冲，对于中国经济的稳定、持续增长作用明显；另一方面，通过各种金融创新手段，打破了分业监管所导致的金融市场人为分割和壁垒，为中国利率市场化的改革和金融体系效率的提高奠定了基础^①。

2. 央行关于“中国影子银行”的定义

央行调查统计司的一份内部研究报告如此定义，中国影子银行体系包括：（1）商业银行表外理财；（2）证券公司集合理财；（3）基金公司专户理财；（4）证券投资基金；（5）投连险中的投资账户；（6）产业投资基金；（7）创业投资基金；（8）私募股权基金；（9）企业年金；（10）住房公积金；（11）小额贷款公司；（12）非银行系融资租赁公司；（13）专业保理公司；（14）金融控股公司；（15）典当行；（16）担保公司；（17）票据公司；（18）具有储值 and 预付机制的第三方支付公司；（19）有组织的民间借贷等融资性机构。

来自央行内部的一份研究报告对中国影子银行的特点进行了比较清晰的总结：（1）从事金融中介活动，具有与传统银行类似的信用、期限或流动性转换功能，但未受《巴塞尔协议Ⅲ》或同等监管程度的实体。（2）“影子银行”运行系统相对独立，并没有一个体系能囊括现有的运行机制，并且还处于发展初期，未形成国外的成熟的资产证券化信用链条。（3）影子银行的金融创新性、增强市场流动性具有积极意义，但其天然脆弱性、资产价格敏感性特征加大了市场波动，期限错配容易引发流动性风险，去杠杆化易引发循环抛售^②。

① 《社科院：影子银行规模或达20.5万亿元占GDP近半》，<http://finance.qq.com/a/20131009/000789.htm>。

② 《争议中国影子银行》，《新世纪》，2012年10月22日，<http://magazine.caixin.com/2012-10-19/100449316.html>。

3. 107 号文关于“中国影子银行”的定义

在 107 号文的定义中，属于“影子银行”体系的有三类机构：（1）不持有金融牌照、完全无监管的信用中介机构，包括新型网络金融公司、第三方理财机构等。（2）不持有金融牌照，存在监管不足的信用中介机构，包括融资性担保公司、小额贷款公司等。（3）机构持有金融牌照，但存在监管不足或规避监管的业务，包括货币市场基金、资产证券化、部分理财业务等。

新闻关注之二是中国“影子银行”重要的组成部分，以及其是如何进行相互作用的。从市场类型来看，中国影子银行是由信托市场、债券市场和银行表外系统等组成的。

从以往的新闻报道来看，新闻分析和调查着重于如下 5 个方面：（1）宏观背景分析；（2）债券市场，主要指城投债的收益与风险；（3）信托市场，主要指与地方政府债务相关的基建信托、政信合作类信托的收益与风险；（4）银行表外系统的流动性分析，主要分析资金/资产池如何在影子银行中发挥其功能与作用；（5）影子银行的市场系统性风险、项目局部风险及流动性风险的分析。

从国家调控手段来看，中国经济经历了两个重要时期：一个是 2008—2009 年的经济刺激计划，在前文已有陈述；另一个是 2012 年新一轮宏观刺激。2012 年 9 月 5 日、7 日，国家发改委网站集中公布了 60 个批复公告，其中涉及公路、轨道交通、港口航道等交通基础设施及污水处理、垃圾焚烧发电等项目总计 55 个，投资规模预计超过万亿元。此外，广东、重庆、天津等地也分别公布了各自高达上万亿元的投资计划^①，当然，这也意味着地方政府的债务在未来数年有可能继续增加上万亿元。截至 2012 年 8 月中央财政收支盈余 1 万亿元（2012 年 1—8 月累计，全国财政收入 82 330 亿元，支出 72 440 亿元，收支相抵余额为 9 890 亿元——笔者注），国家财政对于 2012 年新一轮的刺激计划来讲，将不能成为主要的资助方式或补贴方式。那么投资从哪里来？

从另一方面来看，作为地方政府投资的主要资方——银行借贷能力与监管方式与 2008 年相比，也发生了很大的变化。

① 广东：http://www.gddpc.gov.cn/fgzl/zdxm/zdxmjs/201203/t20120329_170964.htm。天津市：<http://forum.home.news.cn/thread/94089409/1.html>。重庆市：<http://www.ceh.com.cn/ceh/xwpd/2012/3/6/102005.shtml>。四川省、贵州省、浙江省、长沙市等：<http://www.ceh.com.cn/ceh/xwpd/2012/3/6/102005.shtml>。

银行贷款是 2008 年经济刺激计划中出台“四万亿”的刺激计划中的“平台项目”的主要资方；2011 年下半年，银监会表示“符合公路法、国有土地资产管理暂行办法、保障房项目、国务院审批的重大项目”等地方政府融资平台项目将有望继续获得银行贷款，这意味着这些在 2008 年刺激方案中获得贷款项目的现金流将会得到保证，整体平台贷款出现风险的可能性将大大降低^①。

不过，2010 年《巴塞尔协议 III》，中国银监会及时推出了四大监管工具，包括资本要求、杠杆率、拨备率和流动性要求，构成了未来一段时期中国银行业监管的新框架。这被业界称为中国版“巴塞尔 III”。同时，银行的盈利自 2010 年以来增速放缓，银行内源式的资本补充方式不足以支撑地方政府的大干快上。并且，如果银行信贷再随着新一轮投资而激增，银行的风险资产扩张过快，则有可能致使银行的资本充足率水平达不到央行所制订的“存款准备金率”的要求。

从上述财经新闻分析来看，银行贷款已经不能成为 2012 年新一轮经济刺激的主要资本方。同时，不少新闻报道开始关注债券市场、信托市场及银行的表外项目是如何成为地方政府债务的主要资本方的。

1. 债券市场

2012 年万亿刺激计划中，发行城投债成为地方政府投资类项目主要的融资方法。城投债一般是相对于产业债而言的，主要是用于城市基础设施等的投资目的发行的。城投债，又称为“准市政债”，是地方投融资平台作为发行主体，公开发行人企业债和中期票据，其主业多为地方基础设施建设或公益性项目。从承销商到投资者，参与债券发行环节的人，都将其视为当地政府发债。发债融资成本比较低的城投债再次成为大中城市基建融资借新还旧的主要渠道。

城投债部分弥补了资金缺口，其中发改委批复的企业债更成为融资主力产品。业内人士预计，把城投类短期融资券、中期票据算在内，如 2012 年 8 月共有 80 多只城投债发行，规模达 973.6 亿元，环比大增 50%。发行主体以各地政府的城市投资建设公司、路桥建设公司、交通投资公司为主，大多是百强县^②。

① 《银行平台贷款将适度放松，四类项目可续贷》，<http://money.zjol.com.cn/05money/system/2011/08/01/017726652.shtml>。

② 《万亿刺激虚实：新轮大规模投融资背后的账本》，《财新周刊》，2012 年 9 月 25 日出版。

债券市场收益分析：2012年是“四万亿”经济刺激计划期间发行的（3+2）年期限的城投债偿付利息的第一年。城投债三年到期时投资者可选择继续持有二年，也可选择兑付本息。从利率水平看，2012年上半年城投债、城投类中短期票据的利率大幅下行，自7月城投债随债市走势疲弱开始调整。城投债收益率水平已从7月初的约6.5%上升到7.5%、8%。业内人士分析2012年地方政府融资平台“资产质量还是比较差”，但只要跑赢别的产品，城投债对于追求业绩的产品组合都非常有吸引力。目前城投债年收益率水平为7.5%~8%。只要用正回购做上3倍的杠杆，除去资金成本，年收益率轻松可达15%^①。

银行是城投债的第一买家，业内人士称银行理财资金约占二级市场交易的全部城投债的一半以上，是2012年城投债最大的机构投资者。银行依靠滚动的“资金池”来买高票息、长期限的城投债。目前中国商业银行理财产品主要分为保本理财产品和非保本理财产品，前者在“表内核算”，占用“风险资本”，后者在“表外核算”，不占用风险资本。银监会对银行自营业务投资城投债有风险资本要求，商业银行自营业务配置城投债的动力有限，但银行表外理财资金投资高息票的城投债并不受限制。

风险分析主要集中在政府的信用风险和兑付风险上。与产业债主要受供给、利率风险和信用资质继续恶化等方面压力不同，城投债的主要压力来自供给冲击（政府主投）和利率风险，不过，整体信用风险偏低，但业内人士分析只要是发改委审批，不管是区县城投还是省市城投，背后代表的都是政府信用，所以单只城投债没有风险。如果出风险，则一定是系统性风险。

交易商协会的一份内部报告亦历数目前中国评级行业的怪现象，其中指出，中国评级业的信用级别调整基本集中在上调，下调比例很低。甚至在经济下滑明显的2012年上半年，信用级别整体上调，已严重背离实体经济真实状况，因为近80%评级上调的企业主要来自城投、原材料、交通运输、房地产、能源等强周期性行业。中债信发布报告称，此次审批的轨道交通建设项目规模较大，考虑到轨道交通和部分欠发达地区的高速公路盈利能力差，本轮批复项目的开工建设也可能会进一步加重部分地方投融资主体的债务负担，由此可能会产生局部信用风险。

^① 《中国式次贷》，《财新周刊》，2012年10月22日出版。

兑付风险，债市迄今未发生实质性违约事件，但这是与“刚性兑付”的兜底准则有关的，2012年以来，山东省潍坊市地方政府为海龙短融、江西省新余市地方政府为江西赛维企业债兑付“兜底”。这样的行为让市场盲目认为城投债没有风险，于是在股市萎靡的境况下，城投债成为挽救二级市场投资者的救命品种，到处洋溢着“债市无风险”的乐观情绪。全国人大财经副主任委员吴晓灵指出，中国债券市场不成熟的重要原因之一，就是没有违约率，没有违约率就没有真实的信用评级，没有真实的信用评级就没有债券市场的基础^①。政府兜底还会产生政府发行城投债不仅没有减轻自身债务，反而越背越多的恶性循环。

2. 信托市场

新闻报道关注对象是那些与地方政府基础建设项目有极高关联的信托类产品。基建信托已经成为地方政府投资项目的重要资金来源——虽然它成本高且期限短。中国信托业协会的数据显示，从2012年1—8月成立的数据来看，基础产业领域的融资占比呈上升趋势，前8个月共成立551款产品共1257.94亿元，占比为26%。仅第二季度就有201款基础产业信托成立，成立规模达到418.53亿元，环比增长106.28%^②。其中，基础设施、交通两项占基础产业信托规模的91%，尤以城市基础设施比重最大。

2012年，市场上出现较多政信合作类信托，主要包括直接以政府名义借款的应收账款财产权信托和以政府融资平台名义借款的平台类信托。自2012年第一季度以来，基建信托的收益率逐渐赶上过去地产信托、矿产信托。到7月，基础设施信托平均收益率已与房地产信托持平，较2011年同期呈上行趋势。用益信托工作室的数据显示，2012年第二季度基建信托的平均收益率为9.23%，而在2011年同期，基建信托的平均收益率为8.35%。这两类产品收益率为8.5%~9.5%（投资额为100万~300万元），以及9.5%~10%（投资额为300万元以上），期限为一年半至两年，而少数投资额达到600万元以上的基建信托，收益率可达10%以上^③。

① 同上。

② 见《8月份基础产业信托》，<http://finance.jrj.com.cn/2012/09/11051814373706.shtml>。

③ 见《基建信托持续升温》，<http://economy.caixin.com/2012-09-28/100443245.html>。

企业基建信托成为企业委托理财的替代品，企业设定单一资金信托为地方政府放款，原因是企业不愿意扩大生产，认为手头资金闲置放贷给政府使用最安全，收益率也不低。上市公司年报中，“购买金融产品”科目中，很多都是这类业务。

企业信托还成为房地产贷款的初始过渡资金。信托通道一直是房地产公司的重要融资手段。某国有大行信贷部门人士透露，在房地产信贷严格监管规模的情况下，联合贷款被大量采用，实为新的过桥贷款形式，资金实际出资方是信托，信托与银行之间签约，未来银行承接信托贷款。

信托的规模与收益显著，据中国信托业协会数据显示，截至2012年第二季度末，信托业总资产规模为5.5万亿元，仅次于银行、保险业。其中，银信合作余额约为1.77万亿元，占比为32%；基建信托的余额约为1.2万亿元，占比为22.62%，几乎是房地产信托的2倍，后者余额约为6751亿元。在信托资金的投向中，近年基建信托的占比一直最大，2012年3月以来增长更快，地方城投、交投类企业成为融资大户。近年银行信贷资金紧缩之后，基建信托的平均收益率水平已达9%~10%^①。

关于信托市场的风险分析，新闻报道关注三重风险：政策风险、管理风险和兑付风险。基建信托最常见的运作模式是信托公司向合格投资者募集资金，以债权、贷款、权益投资等方式投入融资公司，最终投向基础设施建设等项目。融资主体通常是地方城市建设投资公司或者与当地政府关系密切的地方实力企业，信托公司仅作为投融资平台，一般不参与公司运作。

政策风险：2014年9月底，国务院《关于加强地方政府性债务管理的意见》出台，其中明确将剥离融资平台公司的政府融资职能。这对信政合作类基础产业信托现有模式造成冲击。在多位信托分析人士看来，政策风险（系统风险）已是摆在基础产业信托面前的最大风险^②。

兑付风险：尽管媒体频频爆出地产信托提前清盘或者到期无法及时偿付的消息，但迄今为止并无一例真正意义的违约案例，似乎信托资产目前并无兑付风险。但是，目前在各地的偿债思路中，未来的土地出让收入是政府偿债的主

① 见《中国式次贷》，《财新周刊》，2012年第41期，2012年10月22日出版。

② 《地方债改革启动信托公司抢发基建类项目》，http://caifu.cnstock.com/fortune/sft_xt/txt_gsji/201411/3253365.htm。

要来源，例如，地方基建信托项目经常使用“毛地”做抵押，由地方财政局出具承诺函^①；不过，在楼市增长预期下降的背景下，土地出让金的稳定性也考量地方政府。作为政府债务主要还款来源的国有土地使用权出让收入，受国家政策影响，缺乏稳定性。业内人士表示，“在此前公布的 15 万亿~18 万亿元的地方债总量中，信托渠道的债务已占二成左右，也就是 3 万亿元的规模。如果信托渠道遭冻结，平台融资可能难以为继，基建项目则会失速。”业内人士指出，基建信托至今尚未出现过违约事件，一是因为这里产品风控措施本身做得很好，二是因为这类产品一般都有政府信用“背书”，但未来若正式剥离政府融资职能，这部分融资主体的偿债能力或会下降，信托项目的安全性将会有所削弱^②。

管理风险：一家信托公司的项目数量和项目经理的比例远远超过银行，项目经理根本跑不过来。而且信托项目分布在东南西北，不像银行极少有异地贷款，非常不利于监控项目进展情况。至于资金流向的监控，在实际中就更难操作。

3. 银行的“资金池”理财业务

上述债券与信托业务中，“银行”的影子无处不在，同时为具备理财功能的标的资产建构了一个又一个“资金池”，既提供信用担保，又为“影子银行”的流动性提供丰富的动力源泉。

2005 年以来，我国商业银行开始探索和不断拓展财富管理业务，依靠专业化的投资管理从金融市场中获取收益，逐步改变了过去简单依靠存贷款利差的盈利模式。银行资金池业务最早是从股份制银行做理财业务开始兴起的，有别于传统的一对一理财产品，随着理财产品的增加，资金池里的资产标的越来越多，已包括存款、债券、票据、回购、信贷资产、信托受益权、券商资产管理计划、基金专户理财产品等多种资产。通过滚动发售不同期限的理财产品，持续募集资金，以动态管理模式保持理财资金来源和理财资金运用平衡，并从中获取收益。

2011 年后，新发生的银行理财业务已陆续在中国理财网登记。在银监会多次发文要求银行理财产品的资金来源和运用必须做到一一对应后，大多数银行都宣称已对理财产品单独建账、单独核算。

^① 《中国式次贷》，《财新周刊》，2012 年第 41 期，2012 年 10 月 22 日出版。

^② 《基建类信托兑付潮将至》，http://www.cs.com.cn/xwzx/jr/201405/t20140520_4395308.html。

截至 2014 年 11 月末，全国银行业金融机构存续理财产品 56 052 款，理财资金余额为 153 920 亿元，在过去 10 年以平均每年 40% 以上的速度增长。从理财产品收益类型来看，2014 年主要以非保本浮动收益类为主（66.45%）；从理财产品投向看，主要以债券及货币市场工具（45.60%）和存款类（25.77%）为主；从投资者类型看，主要以一般个人为主（58.19%）。

目前被放入“池子”内的标的资产，包括如下五大类与银行相关的资产^①。

第一类是固定收益类资产，是最早兴起的银行间市场的债券，包括国债和各类信用债，通过期限错配，长期变短期，化整为零，期限主要以 1~3 年为主；与信用债相比，国债的收益率较低，多数都以企业债和短融中票等收益率较高的信用债为投资标的。

第二类是信贷类资产，如票据，包括银行自身贴现和转贴现的票据，通过内部运转找一个资产管理人，变为一个资产标的，在 2008 年以前，由于贷款凶猛，资产规模受限，只能通过表内打包成理财产品，转移到表外去，这样存贷比降低了。2010 年以后，监管层不允许表内转到表外，所以就通过信托的方式，开始银信合作，被叫停后，又出现了与券商之间的合作，其中也有不少票据。

第三类是权益类投资，如股权收益权，主要做上市公司，而且多为优质上市公司，通过股票进行质押，向银行进行再融资；银行则通过信托成立一个信托计划，通过募集的理财资金对接到上市公司。此外，还包括信托收益权及券商、基金资产管理计划等。

第四类是衍生产品，QDII（Qualified Domestic Institutional Investor）产品等。

第五类是对接的一些外汇产品和大宗商品等。

银行资金池的收益分析如下。

银行理财是表外业务的重要部分，至 2011 年年底，余额已猛增至 4 万多亿元。四大行目前表外业务平均为 2 万亿元，与表内资产的比率为 1:4~1:5，规模已经相当大，且增速较快^②。一般来讲，银行是通过降低投资成本来提高其资产收益的，也就是说，各种项目的长期融资需求与投资者的短期理财需求相匹配，

① 《资金池模式走向终结》（证券时报网），<http://kuaixun.stcn.com/2013/0409/10399535.shtml>。

② 《中国式次贷》，《财新周刊》，2012 年第 41 期，2012 年 10 月 22 日出版。

进而通过项目与产品的期限错配方式来降低资金募集成本，并且通过资金的集约化管理来降低运作成本，同时也可以提升投资者的短期投资收益。银行资产池用于理财收益，50%以上的资产配置在债市，因为银行理财一般收益率仅为5%以内，但城投债平均收益率为8%左右。同时，银行用于投资债市的资金不占用资本金，也无须为理财客户设计复杂产品，甚至不必使用杠杆放大收益，就用短期化的理财产品构建资金池，滚动操作即可坐享息差。

资金池的操作还可以降低制度成本，因为资金池业务，或者说资产项目组合，只需申报一次，等到期后再滚动发行。还可以使得风险分散变得隐蔽，因为资金都放在一个池子里之后，某项资产的损失则可能由其他类产品来进行弥补，银行利用自有资金兑付给客户，或者滚动发行新的产品来承接原有产品资产，则可以避免客户损失的发生。

4. 资金池的风险分析：中国式“钱荒”

时任中行董事长的肖钢于2012年10月在《中国日报》发表署名文章，分析称目前银行发行的“资金池”运作的理财产品，由于期限错配，要用“发新偿旧”来满足到期兑付，本质上是“庞氏骗局”，至少投资手段有“庞氏骗局”嫌疑。肖钢在2013年“两会”期间接受记者采访时说，影子银行的偿还风险已经发生，银行业高增长的时代已然过去^①。

此外，银行在整个理财产品存续期间进行暗箱操作，信息披露过少，这就不可能让投资者做到买者自负，实际上强化了系统性风险。同时，银行流动性风险增加，微观层面上，单款产品募集资金与资产无法一一对应，导致产品无从定价、无法进行单独核算，且由于产品投向不明，单款产品的风险无法识别，一旦某项投资发生风险就可能会波及多款产品，甚至如果后续资金不足，则可能引发流动性风险等。

资金池中非标准化债权资产以“多对多”的形式存在，也给银行埋下了较大的风险隐患。在实际的操作过程中，资金池里有相当部分的资产是非标债权资产，以中信银行为例，截至2012年年末，共有18类2339只理财产品，总份额为2790亿元，其中非标准化债权资产余额为1515亿元，占比为64%。招

^① 《证监会换帅肖钢：“懂政治”的金融家》，<http://www.infzm.com/content/89155>。

商银行也称非标债权资产超过 8 号文要求的上限。宏观层面上，隐藏在资金池类产品迅速扩张的表象下，是“存款理财化、贷款证券化”两头在外的业务模式的扩张，这些业务脱离了监管者的监管范围，一则会导致统计数据失真、增加宏观政策的调控难度；二则如果贷款资金投向了房地产等高风险行业，那么给相关理财产品带来的风险将更大，甚至出现表外风险转嫁表内的现象^①。

2013 年 6 月，中国银行业发生了一次有史以来最严重的“钱荒”事件，引起国内外市场强烈关注，金融市场震荡。究其原因，缘起银行资产进行期限错配而造成流动性风险。

2013 年 6 月 20 日，银行间当天拆借 1 天的利率，按年折算最高达 30%，相当于 1 年期贷款基准利率的 5 倍，这已超过央行规定的正常贷款利率的最高线，越线就是高利贷。多位金融机构人士表示，当前资金紧缺的状况的确是有史以来最严重的。

2013 年 6 月，同业拆借市场利率迅速攀升，其中隔夜拆借利率涨幅尤为迅猛。从 4.5% 起步，盘中先后攻破 10%、20%、30% 大关，不断刷新银行间市场成立以来的历史纪录。在它的带领下，1 个月以内的中短期资金价格全线飙升，7 天期质押式回购加权平均利率 6 月 20 日涨至 11.6217%，也创下 2007 年银行间市场成立以来的新高。6 月 20 日，市场上曝出央行向工商银行注资 500 亿元，以及中国银行由于流动性紧张发生资金违约等诸多传闻，银行间市场被迫延迟半小时收市，震动整个金融市场。由于本月早些时候曾发生过类似的交易违约和延迟收市，该传闻引发国内外投资者对中国银行业流动性的广泛关注；中国银行澄清违约传闻，市场恐慌情绪略有缓解，资金利率价格全线回落，其中 1 天期回购利率骤降 380 个基点至 7.9%，创下 2007 年 10 月以来最大跌幅^②。

2013 年 6 月 17 日以来，银行间同业拆借市场日均成交高达 800 亿元以上，此次“钱荒”的“震中”也正是来自同业拆借市场。21 日，中国银行间货币市场经历了历史性的一刻。当天，隔夜 SHIBOR^③ 飙升了 578.40BP，“破表”升至

① 《资金池模式走向终结》（证券时报网），<http://kuaixun.stcn.com/2013/0409/10399535.shtml>。

② 《中国银行业面临最严重“钱荒”楼市风险提高》，<http://news.sohu.com/20130622/n379554109.shtml>。

③ SHIBOR，上海银行间同业拆放利率（Shanghai Interbank Offered Rate，简称 Shibor），从 2007 年 1 月 4 日开始正式运行，标志着中国货币市场基准利率培育工作全面启动。Shibor 的建设有利于进一步促进金融机构提高自主定价能力，指导货币市场定价，完善货币政策的传导机制，推进利率市场化。

13.444%的历史新高，盘中更是一度升至30%的惊人位置。

仅6月24日和25日两天，股市每天跌幅超过100点；其他市场也被波及，在公司债市场，随着投资者平仓套现，短期公司债收益率反而激增。中国股市也大幅下跌，上证综指上6月20日跌至2084点，与5月末货币市场压力初现时相比下跌10.3%。实体经济方面，经济减速甚至在货币市场利率飙升前就已经开始。经济学家纷纷下调中国经济预期，部分经济学家现在预测全年经济增速将低于政府设定的7.5%的目标。不过，6月20日，1个月到期且评级为AAA的公司债收益率从6月19日的5.6%升至10%，远高于期限较长的公司债收益率。

为什么会发生钱荒？银行里的钱都到哪里去了？

在银行间市场近年来的快速发展中，一些金融机构逐渐发现，通过同业拆借往往可以以很低的成本（如3%）从其他金融机构快速获得大量资金，再通过杠杆投资和期限错配，这些资金可以帮助其在其他市场（如影子银行）上获得更高的收益（往往10%以上，甚至30%，如城投债或基建信托），只要合理安排好到期资金计划，通过循环往复的交易，即可实现无风险地套取可观的利差。另外，业内人士认为银行推出的所谓“结构化融资”本质上就是“影子银行”，但它是向监管机构报备过的，属于正规合法的影子银行业务。实际上此类业务各家股份制银行都有不同程度的参与，甚至一些国有大行也参与其中。但是由于资金价格飙升，市场上中短期理财产品收益率（6%~7%）已高于中长期产品（5%左右）^①。

因此，这使得银行趋之若鹜。也就是说，银行的钱去了杠杆业务和影子银行！

华尔街日报分析发生“钱荒”的原因，一是因为中国银行独有的业务特点，二是央行的监管不力^②。

文章谈到，中国金融系统过去也曾出现过企业集中缴税、假期和资本外流造成的资金紧张，但并没有造成这么严重的利率飙升问题，症结之一就是过度

BP，利率基点，100个基点=1%。

① 《中国银行业面临最严重“钱荒”楼市风险提高》，<http://news.sohu.com/20130622/n379554109.shtml>。

② 《中国银行“钱荒”的来龙去脉》，华尔街日报，http://www.guancha.cn/HuaErJieRiBao/2013_06_25_153432.shtml。

膨胀的金融体系。中国信贷规模与国内生产总值（GDP）比值在 2012 年达到 180%，高于 2008 年的 123%。随着中国经济增长不断放缓，增加的这部分贷款很可能最终成为坏账。这迫使银行更主动地向货币市场寻找资金来应付日常业务。此外，理财产品的快速扩张也加大了银行的压力。截至 2012 年年底，理财产品管理的资产规模已达到人民币 7.1 万亿元，而几年前理财产品在中国还几乎无处可寻。所谓理财产品，就是安全性与存款类似，但回报率更高的一种投资工具。

华尔街日报的报道认为，对银行来说，理财产品的麻烦就在于其管理的资产一般期限较长，与其对应的债务的短期特征不匹配。据惠誉（Fitch）的中资银行分析师朱夏莲（Charlene Chu）估计，在 6 月的最后 10 天里，将有超过人民币 1.5 万亿元的理财产品到期。由于银行是在货币市场筹措这些资金的，这就加大了短期拆借利率的上行压力。

第三小节 中国式“刚性兑付”

信托市场和债券市场如果出现违约而导致兑付困难怎么办？中国式的“刚性兑付”则成为解决之道。刚性兑付指的是信托产品到期后，信托公司必须分配给投资者本金及收益，当信托计划出现不能如期兑付或兑付困难时，信托公司需要兜底处理，以维护金融和社会稳定。此前，我国并没有法律条文规定信托公司进行刚性兑付，只是信托业不成文的行规。2014 年银监会《关于信托公司风险监管的指导意见》（99 号文）中指出“项目风险暴露后，信托公司应尽全力进行风险处置，在完成风险化解前暂停相关项目负责人开展新业务”，这款一出，信托公司为了继续开展业务和保护自己稀缺的牌照，遇到兑付问题项目，必须尽快全力“刚兑”^①。这就意味着在中国金融市场上，“刚性兑付”是让信托公司需要为其信托资产进行兜底处理。

“刚性兑付”首先保障了投资人的利益，能维护金融和社会稳定，防止信托投资亏损诱发群体性事件；其次是监管层对于房地产的单向打压（指收紧房地产信贷规模——笔者注）转为“双向调节”，使得信托业务成为房企乃至其他企

^① 《银监会 99 号文出炉，信托“刚性兑付”坐实》，http://www.hn.xinhuanet.com/201404/16/c_1110261827.htm。

业可以进行融资但又可以控制其盲目投资冲动的有效途径之一。因此,“信托刚兑”贯穿于监管、信托公司和投资者的意识中,成为中国金融市场约定俗成的准则。

信托业务的“刚性兑付”一般通过两种方式实现。

第一种方式是由信托公司自有资金支付投资者本金和收益。例如,中融信托于2010年10月发行的期限18个月、规模3.82亿元《青岛凯悦置业集团有限公司房地产股权投资计划》,因项目方去化不利,导致项目出现兑付危机,且抵押资产评估价缩水高达38.85%,最后中融信托以“刚性兑付”原则在信托计划约定期限如约兑付;再如,中信信托于2010年8月成立的7.10亿元《中信—舒斯贝尔特定资产收益权投资集合信托计划》,因工程进度严重滞后等问题导致通过项目销售回款支付信托计划本金收益无望,中信信托以自有本金先行兑付投资者信托份额。

第二种方式有可能出现违约的业务,即寻找到资产管理公司或者其他第三方公司接盘,兑付投资者本金和收益。例如,吉林信托于2011年3月成立的期限12个月、规模2亿元《吉信长白山(11)号南京联强集合资金信托》,因项目销售不利导致信托无法按期兑付,致使信托计划延后兑付,最后通过华融资产管理公司接盘实现兑付。再如,安信信托于2011年4月发行的4亿元《安信信托—温州“泰宇花苑”项目开发贷款集合资金信托计划(B类)》,因融资方过度举债、资金链断裂、且法定代表人跑路导致信托出现兑付危机,之后由某房地产开发企业接盘兑付^①。

但是,“刚性兑付”是一种违背市场原则而人为地降低信托资产风险的不合理的制度。它由于拉低了风险预警使得投资者的预期出现过热膨胀,吸引大量投资入场;而当违约出现,兑付变得困难时,兑付方极有可能以“借新还旧”的方式来进行兜底兑付,循环往复,从而有可能造成更大的系统性风险^②。2011年11月28日,吉林信托成立了“松花江78号南山建材项目收益权集合资金信托计划”,南山建材法定代表人戴英忠提供担保。但产品刚运行3个月就出现坏消息。吉林长春市公安局在2012年2月调查发现,戴某等8名犯罪嫌疑人编造

① 《一文带你读懂“刚性兑付”的前世、今生和结局》, <http://business.sohu.com/20160906/n467807497.shtml>。

② 《信托“无风险高收益”引6.3万亿元资本,高风险无人兜底》, http://news.xinhuanet.com/fortune/2012-12/02/c_124033549_2.htm。

项目，从吉林信托骗取贷款 1.5 亿元。据了解，戴某骗出贷款后，主要是为了完成“刚性兑付”。

寻找第三方接盘的方式看上去稳妥，但实际上使得信托公司之间存在交叉互接的现象，并且由于私募性质的单一信托并不需要对外信息披露，这种方式极易隐蔽项目风险，发生在 2014 年年初的中诚信托 30 亿元信托产品违约就是一起这样的案例。

2014 年 1 月 15 日，中诚信托向投资人发出了该信托业务诚于金开 1 号“期满之日存在损失本金的风险”的紧急公告。截至 2013 年 12 月 31 日，这一信托专户资金账上仅剩 567 万元。诚至金开 1 号成立于 2011 年 2 月 1 日，存续期 36 个月，共 30.3 亿元，持有振富集团 49% 的股权，实际控制人王氏父子（王于锁、王平彦）持有的另外 51% 股权及旗下五大煤矿、煤厂等资产均质押给中诚信托。这个项目为山西工商银行（以下简称“工行”）向中诚信托鼎力推荐，信托产品的投资者基本对接工行的理财客户。30 亿元的信托计划规模均由工行代销；全国范围内共有近 700 位个人投资者认购，门槛为 300 万元。2011 年、2012 年收益率都是 10%；2014 年 1 月收益率降到 3%。记者调查得知振富集团实际控制人王于锁、王平彦父子在外还有 70 多亿元的非法集资，其中本金大约在 29 亿元，主要投资人为 17 人。

最后解决的办法是由中诚信托、工行总行和山西当地政府将各自推荐一家机构战略投资者，将 30 亿元的盘子接下来，使得信托计划的投资人至少本金可得以安然退出^①。

这个案例呈现的问题有：（1）银行通道业务的合规性漏洞以及缺少内部监管问题，一旦出现违约则找不到主要负责方。（2）信托项目的实施过程缺少有效监管，项目的实际控制人利用信托业务进行融资，融资之后再以此进行非法集资，使得这个信托业务的风险不断叠加。（3）由政府参与或主导的解决方案给市场发出了由政府背书或兜底的预期，看上去人为降低了项目风险，但实际

① 财新周刊系列报道，《中诚信托“非刚性”兑付之一：无法证明的“银行通道业务”》，<http://finance.caixin.com/2014-01-25/100633582.html>。《中诚信托“非刚性”兑付之二：70 亿元非法集资》，<http://finance.caixin.com/2014-01-26/100633722.html>。《中诚信托非刚性兑付之三：危机另类化解》，<http://finance.caixin.com/2014-01-26/100633722.html>。

上隐蔽了风险，纵容了非理性投资，有可能形成恶性循环。

无独有偶，“刚性兑付”也成了中国债券市场的不二法则。

首先是地方债的刚性兑付。财政部数据显示，截至 2015 年年末，我国地方政府债务为 16 万亿元。债务率即年末债务余额与当年政府综合财力的比率，为 89.2%，低于国际通行的警戒线。财政部有关负责人指出，目前我国政府债务风险总体可控，但存在局部风险隐患，需引起重视。根据国家统计局 GDP 数据计算，目前加上纳入预算的 10.66 万亿元中央政府债务，我国政府债务的负债率为 38.9%，低于欧盟 60% 的警戒线。个别地区超警戒线。记者查询多地财政数据看到，少数省份债务率已超过 100%。据审计署公布的数据显示，截至 2015 年年底，浙江、河南、湖南和黑龙江 4 省在基础设施建设筹集的 235.94 亿元资金中，不同程度地存在政府对社会资本兜底回购、固化收益等承诺。

2014 年 7 月 2 日，齐鲁银行发布声明否认此前该银行一笔 3507 万元“可疑类”贷款项目是“地方融资平台贷款”，这是对地方政府融资平台银行贷款违约的首次披露。据齐鲁银行此前发布的 2013 年年报称，济南市历城区城市建设综合开发公司（以下简称“历城城建”）3507 万元贷款本金违约，欠息高达 613 万元，贷款五级分类为可疑类，齐鲁银行已提起诉讼。“可疑类”意味着借款人无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也肯定要造成较大损失。工商资料显示，历城城建成立于 1992 年，注册资本 1806 万元，为济南市历城区建设管理局全资成立。一般经营项目包括，新区建设、旧城改造范围内的房地产开发、开办市场及管理服务、房屋租赁。据了解，现该企业近三年已无开发项目，主要经营业务为租赁自身名下房地产。历城城建贷款的担保方式逐渐固定为由历城城建提供抵押物担保，以及由济南市城市建设投资有限公司提供连带责任担保。据调查，这笔贷款业务屡次出现不能还贷的违约风险，但均通过“借新还旧”的方式躲过危机，但是债务的“雪球”越来越大。齐鲁银行称，2005 年，历城城建向齐鲁银行申请三笔共计 3520 万元贷款，以名下房产提供抵押为两笔贷款担保，其中一笔 1500 万元贷款由济南城投为其提供担保。至 2008 年，该业务办理展期，2010 年展期到期，在压缩 10 万元后，对剩余的 3510 万元贷款办理了借新还旧手续，担保方式仍为两笔抵押担保，一笔济南城投保证^①。

^① 《地方政府债务违约首次曝光？》，<http://business.sohu.com/20140703/n401706687.shtml>。

企业债也开始有违约，2015年4月21日，有央企背景的保定天威集团有限公司发布公告称，由于公司发生巨额亏损，未能按期兑付2011年度第二期中期票据的本年利息，这是中国首例国企债券违约，也是首例银行间市场违约。保定天威集团在公告中指出，其发行的15亿元人民币中期票据应兑付利息8550万元，公司将继续努力通过资产处置等各种方式筹措偿付资金。尽管天威债之前已经有过超日债和湘鄂债两支公募债券出现违约，且天威集团的经营状况恶化也被市场熟知，但有分析人士认为，由于天威集团背靠央企集团，此前多数投资者对天威债券刚兑抱有信心，果然，2015年4月25日，经中国人民银行出面协调，天威集团获得其承销商及债券持有人——建设银行的贷款援助，中国债券市场“刚性兑付”再次显现。但中另有知情人士透露，建行自己也是天威债的债券持有人，“一个口袋出，一个口袋进。”并且就算天威这次渡过了利息违约危机，数据显示，未来一年内，天威集团有25亿元的中期票据、20亿元的私募债券、40亿元的银行借款需要还本付息^①。

记者调查得知，国家审计署在2014年对兵装集团进行审计的过程中，发现其所属天威集团新能源等投资存在决策不规范、效益不佳甚至严重亏损等问题。2008—2012年，天威集团21个新能源固定资产投资项目中，有20个未经董事会会议审议等法定程序，涉及投资152.75亿元；2010—2012年，天威集团未经发展改革委批准擅自上调投资计划，实施的境外新能源投资项目因设计缺陷等原因被迫停工、破产清算；至2012年年底，天威集团有3个投资项目超计划投资2.85亿元，未按规定报经主管部门审批；11个项目未经兵装集团审批即开工建设，设计投资额24.85亿元。天威集团盲目的新能源投资造成负债规模和经营风险快速增长。市场人士分析认为，天威集团资不抵债的困局，不能简单地以新能源行业低迷来解释，更多的原因是天威集团轻率投资造成的^②。

① 《国企债券首单违约，刚性兑付警钟敲响》，http://news.ifeng.com/a/20150425/43629754_0.shtml。《天威债违约路径》，<http://www.capitalweek.com.cn/2015-05-11/1689769166.html>。《“天威债”违约之一：母公司不兜底刻意重组弃天威》，<http://finance.caixin.com/2015-04-22/100802424.html>。《“天威债”违约之二：兑付期限接踵而至，债权人争夺天威资产》，<http://finance.caixin.com/2015-04-23/100802824.html>。《天威债违约打破刚兑神话》，<http://news.hexun.com/2015-06-02/176390826.html>。《天威债逆转，建行放贷救命》，<http://finance.caixin.com/2015-04-25/100803660.html>。

② 《“天威债”违约之一：母公司不兜底，刻意重组弃天威》，<http://finance.caixin.com/2015-04-22/100802424.html>。

据 Wind 数据显示, 截止 2016 年上半年, 全部公司债共发行了 5803 只, 其中接近一半为央企、国企债券, 其余为民企、外资及合资企业等; 此外, 发行金额共计 37 681.67 亿元, 央企、国企总额为 22 650.5 亿元, 占比 60%。2016 年以来, 信用债违约进入一个高峰期。Wind 数据显示, 从 2014 年至今, 涉及违约的债券余额总共为 385.01 亿元; 但是 2016 年 1—8 月中旬, 八个月期间国内信用债市场已有 41 只债券违约, 违约债券余额 253.81 亿元; 这违约的 41 只信用债券中, 20 只来自央企和地方国企, 违约债券余额 164.7 亿元, 占到了整体违约债券余额的 65%。违约后, 只有 7 只债券、37.1 亿元足额兑付, 比例仅占全部违约金额的 15%^①。

在 2015 年 3 月“博鳌亚洲论坛 2015 年会”上, 全国人大常委会财经委副主任委员吴晓灵表示“刚性兑付是中国金融业发展最大的障碍。打破理财产品和各种债券、股票的刚性兑付是中国金融健康发展的起点。”^②

目前, 国家对于地方政府的债务风险进行了相关的规定, 国务院办公厅 2016 年 14 日对外发布《地方政府性债务风险应急处置预案》, 第一, 把地方政府性债务风险事件进行分级处理, 划分为四个等级, 实行分级响应和应急处置; 第二, 中央实行不救助原则; 第三, 各级地方政府明确各自偿债的职责范围: 省级政府对本地区政府性债务风险应急处置负总责, 省以下地方各级政府按照属地原则各负其责, 对出现债务风险如何对官员追责, 地方政府对其举借的债务负有偿还责任; 第四, 地方政府依法承担全部地方政府债券的偿还责任, 对非政府债券形式的存量政府债务, 债务人为地方政府及其部门的, 必须在国务院规定的期限内置换成政府债券, 地方政府承担全部偿还责任; 第五, 彻底剥离融资平台债务与地方政府的关联, 新预算法实施后, 包括融资平台公司在内的地方国有企业举借的债务依法不属于政府债务, 地方政府不承担偿还责任; 地方政府作为出资人, 只在出资范围内承担有限责任; 第六, 发生 IV 级以上地方政府性债务风险事件, 应当适时启动债务风险责任追究机制。^③

① 《信用债违约倒逼“刚性兑付”》，<http://www.infzm.com/content/118999>。

② 《吴晓灵：刚性兑付是中国金融健康发展最大障碍》，<http://news.hexun.com/2015-03-27/174465544.html>。

③ 《中国出“重拳”预防地方债风险，中央实行不救助原则》，http://finance.ifeng.com/a/20161115/15008102_0.shtml。

第三节 产业经济与公司新闻报道

关键词：产权交易 兼并重组 公开交易 现代治理 内部人控制 在位消费 预算软约束 协议控制 股权激励 行业竞争 恶性竞争 零和博弈 非合作博弈 规模经济 多元化规模经营 对外投资 国际期货交易 外汇累计期权合约

第一小节 新闻的报道对象

产业经济与公司的财经新闻不仅是财经新闻媒体，也是综合类新闻媒体重要报道的财经新闻分支领域，也是占篇幅最多的分支领域。其报道目的是通过各类行业领域的报道，反映中国实体经济发展的基本规律和问题。新闻消息、新闻分析和深度报道均有涉及，但报道侧重点依据报道体裁和媒体机构特点而呈现不同的特点。人物报道较多，反映个体因素在产业与公司发展领域的重要性。文本写作比较灵活，较之金融新闻报道，故事性、可读性稍强。

产业经济报道的主要新闻对象有以下三类。

- (1) 国家重点或支柱型产业。
- (2) 新兴产业，如电子商务、互联网金融等。
- (3) 传统产业的创新领域，如“互联网+”产业、金融创新类衍生产品，或者新近产生与传统产业的“融和型产业”，如有机农业、智能产业、生物能源等。

公司经济报道的主要新闻对象有以下三类。

- (1) 重点和支柱性产业的经济规模最大型企业，这些企业的经济活动能成为产业发展的某一种具有“指示性、前瞻性的标识”。
- (2) 最具创新能力的企业（与当下国家宏观产业政策有关，如互联网创新项目）。
- (3) 反映当下经济活动的最新趋势的企业（与当下市场经济活动密切相关，如跨行业的兼并重组或收购行为）的企业活动为主要报道对象。

一般来讲，报道产业经济的发展趋势主要以这个产业内部重大的、支柱型

企业的市场经济行为来作为主要观察对象；同时媒体报道又要聚焦那些能引起市场各方人士关注，同时又对市场经济活动的当下和未来会产生一定的中期影响的经济行为，主要分为以下四种类型。

（1）产权交易是中国企业改革的重点领域，新闻报道主要关注兼并重组和产权公开交易两种主要模式。

（2）现代公司的内部治理，反映企业内部机构的权力分配与市场经济的互动关系，新闻报道关注公司的董事会制度、股东大会制度、激励制度、委托代理制度等。

（3）行业竞争的方式，既反映产业特点，又反映中国市场经济的成熟程度，价格与营销的传统行为竞争——恶性竞争 / 零和博弈 / 非合作博弈；创新性产品和市场领域的竞争——良性竞争 / 正和博弈 / 合作博弈。

（4）规模经济是企业通过外部扩张所获得的发展模式，主要表现为投资式行为，例如“多元化经营”、“兼并重组”或其他类似的方式；也可以看成一种企业内部经济发展的结果，企业充分利用各种内部资源，发挥其效率，获得规模经济效果。

（5）企业投资行为，主要指跨行业、跨国家或区域的以投资为主的企业行为以及风险防控能力。

接下来主要分析媒体聚焦的这四种公司经济行为以及相关的经典案例。

第二小节 企业产权交易的新闻报道

产权交易是中国企业改革的重点领域，新闻报道主要关注兼并重组和产权公开交易两种主要模式。

1. 企业兼并重组的新闻报道重点

企业兼并重组是指在企业竞争中，两家企业按照一定的程序进行的企业兼并和股权转让，从而实现企业的变型，达到企业重组的目的。

新闻报道关注兼并重组的主要方式，尤其是出资购买方式、债务分配、职

工安置、股权重构等。(1) 承担债务式。兼并方承担被兼并方的全部债权债务,接收被兼并方的全部资产,安置被兼并方的全部职工,从而成为被兼并企业的出资者。(2) 出资购买式。兼并方出资购买被兼并方的全部资产。(3) 控股式。兼并方通过收购或资产转换等方式,取得被兼并企业的控股权。(4) 授权经营式。被兼并方的出资者将被兼并企业全部资产授权给兼并方经营。(5) 合并式。两个或两个以上的企业通过签订协议实现合并,组成一个新的企业。

对于兼并重组有可能出现的新闻问题,则参照兼并重组的如下行业原则。

(1) 双方企业应该在自愿协商的原则下进行兼并重组,而不必受地区所有制行业隶属关系限制。

(2) 必须符合国家有关法律法规及产业政策,立足优势互补,有利于优化结构,提高经济效益。

(3) 兼并方应该有承担被兼并企业的债务和向被兼并企业增加资金投入、盘活存量资产、搞活企业的能力。

(4) 兼并结果不能损害债权人和双方企业职工的权益,不能形成垄断和妨碍公平竞争。

重点案例分析：山东钢铁集团兼并日照钢铁集团

发生在2008年11月—2009年9月期间,“山东钢铁集团兼并日照钢铁集团”的案例引出了国有企业改革“国进民退”的争议。

案例概述：

2009年9月6日,山东钢铁集团(下文简称“山东钢铁”)与日照钢铁集团(下文简称“日照钢铁”)签订重组协议,双方共同组建山东钢铁集团日照有限公司,并以增资的方式进行资产重组。其中,山东钢铁以现金出资占67%的股权,日照钢铁以资产入股占33%的股权。根据2008年中国钢铁产量排名,重组日照钢铁后,新山东钢铁的产量达到2931.29万吨,仅排在宝山钢铁(3544.30万吨)和河北钢铁(3328.39万吨)之后,位列全国第三。

山东钢铁集团在省市政府的推动下兼并重组民营企业日照钢铁集团。2008年,山东省有15%的炼铁能力、6%的炼钢能力都属于国家限期淘汰的落后产能,

节能减排任务十分繁重，山东省提出组建“大钢铁”的计划，钢铁工业将以大型临海钢铁基地建设项目为契机，加快推进济钢、莱钢等大型钢铁企业的重组。山东钢铁集团由山东省国资委以其所拥有的济南钢铁集团总公司、莱芜钢铁集团有限公司、山东省冶金工业总公司所属企业（单位）国有产权划转成立，于2008年3月26日挂牌成立，注册资本为100亿元，是省属规模最大企业，但是2009年上半年，山东钢铁共亏损12.85亿元。不过，12家银行达成整体意向，其授信贷款额度总计2400亿元。

同时，被兼并一方，民营企业的日照钢铁集团在2009年上半年，却实现利润30亿元左右，由此进入了全国钢铁企业前十名。日照钢铁集团位于山东省日照市，此地拥有优越的铁矿石港口资源。2003年，民营企业家杜双华成立了日照钢铁公司，后发展为山东日照钢铁控股集团有限公司，是一家集烧结、炼铁、炼钢、轧材于一体并配套齐全的特大型钢铁联合企业，2007年公司已具有板带、螺纹、线材、型钢四大产品系列，年生产能力为750万吨，总资产为160亿元。日照钢铁集团还是商务部第一批批准通过的铁矿石进口资质企业，近年来已分别与世界最大的铁矿石供应商澳大利亚力拓、BHP（原为澳大利亚历史最悠久、规模最庞大的公司，2011年合并为“必和必拓”公司，为全球最大采矿公司）、巴西CVRD（巴西淡水河谷公司，世界第一大铁矿石生产和出口商）等签订了铁矿石进口的长期战略合作协议，2007年上半年实现利税30亿元；2008年5月16日，日照钢铁集团向汶川地震灾区捐款1亿元人民币。2008年，日照钢铁启动了78亿元的热轧板带配套技改项目。如果这个项目全部建成投产，那么2009年的产量势必超过千万吨。但是，这个项目在2009年6月11日被环保部紧急叫停，叫停原因就是未经环评擅自开工建设，而且不符合《钢铁产业发展政策》的内容。

一家亏损的国企兼并盈利的民企，这场由政府主导的股权交易行为显然与市场规律不合，同时民营企业负责人通过引资和出让公司股份等方式来抵触这起交易，也引来了国内外媒体的关注^①。从这个案例中，读者可以窥见中国早期

^① 《山钢重组日钢陷长期拉锯战，或因价格谈不拢》，<http://finance.sina.com.cn/chanjing/gsnews/20110314/09259524374.shtml>。《杜双华闪电入股开源》，<http://stock.sohu.com/20081114/n260630450.shtml>。《杜双华大腾挪：借壳上市 日照钢铁曲线资本化》，<http://finance.ifeng.com/news/industry/corporate/20090704/886480.shtml>。

的企业之间兼并重组的特点，以及可以窥析国家产业政策与区域经济及地方企业发展各方之间是如何合作与博弈的。

综合相关新闻报道，此案例新闻从如下两个调查路径展开。第一个调查路径，解构山东钢铁集团兼并重组日照钢铁集团产权交易的过程，分析日照钢铁、山东钢铁和山东省政府在这起产权交易过程中的角色与功能。第二个调查路径，分析重组山东钢铁集团和日照集团的利弊影响，以及重组对中国钢铁业发展的示范性作用。

双方兼并的协议虽然指明山东钢铁以现金方式出资，但对出资数额双方都讳莫如深。山钢董事长负责人在接受媒体采访时表示，现在还不确定出资多少现金，因为资产评估还没有结束，现在只是一个框架协议。

1) 产权重组交易过程：双方角力

2007年年底山东省政府下发《关于进一步加快钢铁工业结构调整的意见》，明确建设日照大型钢铁基地，是山东钢铁工业区域布局调整的重点。其中，日照钢铁精品基地规划建设规模为2 000万吨，保留日照钢铁500万吨钢生产能力，统一纳入日照钢铁精品基地规模。

2008年11月5日，山东钢铁集团与日照钢铁集团在日照签署了重组意向书和尽职调查方案，日钢掌门人杜双华没有出席签字仪式。当地媒体报道说这次重组是“政府督导，企业主体，依法操作”。山东钢铁集团将以200多亿元人民币出资并购日照钢铁集团。

2008年11月12日，重组意向公布仅一周后，杜双华通过其控股的Happy Sino International Limited，以场外增持方式，购入中国香港上市公司开源控股（01215.HK）4.4亿股（占开源控股的6.18%）。同年12月1日，杜双华再次以相同方式将开源控股股份增持到9.92%，共计7亿股股份，成为开源控股的最大股东。2009年6月15日，中国香港上市公司开源控股发布公告，称该公司以52亿港元收购中国香港誉进发展有限公司（以下简称“誉进发展”）全部已发行股本已于当年5月29日完成，誉进发展已正式成为开源控股的全资附属公司。誉进发展间接拥有日照型钢30%的权益、日照钢铁30%的权益及日照钢铁轧钢25%的权益，这几家合营企业均为日照钢铁旗下主要营运公司，从事

钢铁产品生产及贸易业务的中外合营企业。上述三家被收购公司剩余的 70%、70% 及 75% 的股权则由杜双华旗下的京华创新集团及日照钢铁持有。同时，杜双华持有京华创新集团 67.90% 的权益，日照钢铁则是京华创新集团的全资附属公司。就此，日照钢铁实际控制杜双华成为“开源控股”的最大股东，日照钢铁在中国香港完成了“借壳上市”的过程，媒体称这无疑“加大了山东钢铁集团收购日照钢铁的阻力。”^①

2009 年 7 月 22 日，山东省委、省政府在济南召开山东钢铁集团领导干部会议，就推进山东钢铁集团实质重组召开了专项会议，山东省政府明确表示将支持山东钢铁集团加速推进重组日照钢铁——山东省委副书记、省长姜大明在会上表示，推进集团实质性重组，“是推进日照钢铁精品基地规划建设的迫切需要，是确保国有资产保值增值的必然选择”。

2009 年 8 月初，山东钢铁集团已经组成了一支庞大的财务核算小组，进入日照钢铁进行财务核算和资产评估，重组进入了初级阶段——此前山东钢铁制定的预案已经完成多半，包括收购之后的生产经营、市场规划、管理层安排等细节。据悉，半年来双方一直在谈，不过进展很小，主要的阻力来自日照钢铁。2008 年胡润富豪榜上，杜双华以 350 亿元的资产成为钢铁业首富，其净资产约为 80 亿元。如果按净资产计算，则山钢将通过增资 100 亿~160 亿元来完成控股 67%。

2009 年 8 月 25 日，双方及日照市几家银行行长齐聚日照，就重组事宜进行协商。重组框架大体已经确定了，山钢控股日钢 67%，建设日照精品钢铁基地，而对于已经在开源控股上市 30% 的日钢股权，将暂不出台处理意见。

山钢无法实现 100% 控股日钢，但对于杜双华控股的开源控股（01215.HK），山东省政府的意见是“怎么请回来的，就怎么送回去”。此前，杜双华将日钢约 30% 的资产注入开源控股，被认为是与山钢谈判的一个筹码。山钢重组日钢已经没有悬念，在山东省政府的强硬要求下，重组签约将在 8 月内完成。

^① 《日照钢铁完成借壳上市，山东钢铁收购阻力加大》，《第一财经日报》，http://finance.ifeng.com/a/20090615/790907_0.shtml。

2) 兼并重组协议内容

(1) 日钢短期内租赁自主经营。“日钢”将其主要企业的净资产经过评估后，作价为 33% 的股份入资新成立的山东钢铁集团日照有限公司。同时，在日照精品钢基地一期工程投入运营之前，“日钢”将向新成立的“山钢日照”租赁其投入的资产，并自主经营。

(2) 出资数额需评估后确定。根据公告，日照钢铁有限公司、日照型钢有限公司、日照轧钢有限公司、日照钢铁控股集团有限公司、日照旭日电有限公司、日照京华能源科技发展有限公司将与山东钢铁集团有限公司合资建立山钢日照。“日钢”将上述企业经过资产评估后作价取得合资公司 33% 的股权。

(3) 经营方式。按照公告，新合资企业将建设及营运日照钢铁精品基地。日照钢铁产品基地为计划产能每年 2 000 万吨的钢铁制造基地。在日照钢铁精品基地一期工程投入运行之前，原“日照钢铁”将把“投入”到合资公司的资产租赁回来自主经营。原“日照钢铁”相关人士表示，对重组“双方都表示满意”。

3) 重组后各方获利

2009 年国家工信部表示，因为钢铁产业产能过剩，3 年内不会再新批钢铁项目，这给山东积极运作的日照钢铁精品基地造成了压力。而重组“日钢”成为精品基地上马的捷径。业内人士分析称，“山钢”与“日钢”通过合资组建新公司的方式重组，是一个比较好的解决方式。一方面，山钢集团建设日照精品钢铁基地的问题解决了；另一方面，原“日照钢铁”的自主租赁经营在短期内也不会影响企业的正常经营秩序。据开源控股的公告，重组协议中，“山钢”将尽最大努力促使新合资企业“山钢日照”的上市。如果实现上市，则原“日照钢铁”可以市场价格出售其在“山钢日照”的权益。

此前，“日钢系”的核心企业日照钢铁有限公司、日照型钢有限公司、日照轧钢有限公司分别将 30%、30%、25% 的权益以 52 亿港元的价格置入开源控股。这实际给“山钢”重组原“日照钢铁”开出了“参考价”。根据公开资料，山钢日照钢铁精品基地项目建设，起始年限为 2009—2012 年，总投资为 874 亿元，其中，固定资产投资为 810 亿元。山东钢铁集团自 2008 年成立至 2010 年年底，已先后与 12 家银行达成了整体意向授信额度总计 2 400 亿元。

对日照市来讲，日钢曾是日照市纳税大户，也是日照各银行的优质客户，但随着省政府主导山钢重组日钢，也将为日照带来巨额的投资，原本对日钢还比较偏袒的日照市政府也转变了态度，普遍认为兼并对日照市经济的发展和山东省钢铁业的发展都有好处，山东将利用日照优良的港口资源，节约铁矿石进口和钢材出口的成本。

4) 重组兼并的产业发展和区域经济原因分析

首先，缘于国家政策的推动与地方竞争。截至 2008 年，山东省仍有 15% 的炼铁能力、6% 的炼钢能力，都属于国家限期淘汰的落后产能，节能减排任务十分繁重。山东省提出组建“大钢铁”的计划，钢铁工业将以大型临海钢铁基地建设项目为契机，加快推进济钢、莱钢等大型钢铁企业的重组，组建山东钢铁集团有限公司，整合山东省钢铁工业资源存量。“无论是组建山东钢铁集团还是如今收购日照钢铁，实际上都是山东省为了赶上我国钢铁业整合的末班车。”专业学者对媒体评价。

2009 年 3 月，中央出台《钢铁产业调整与振兴规划》，旨在推进鞍本集团与攀钢、东北特钢，宝钢与包钢等跨地区的重组；力争到 2011 年，全国形成宝钢集团、鞍本集团、武钢集团等几个 5 000 万吨以上、具有国际竞争力的特大型钢铁集团。山东钢铁集团的产能是 3 000 多万吨，日照的近 1 000 万吨，加上山东钢铁在建的日照精钢生产基地的 1 000 万吨，正好达到了 5 000 万吨，可以与宝钢、鞍本集团等抗衡，同时也意味着从中央拿到更多的政策支持和优惠的可能性。

其次，民营企业的发展迅速，日照钢铁集团的生产能力和盈利能力已经与国有企业不相上下，在兼并之前，日钢正准备投资 78 亿元的热轧板带配套技改项目，其规划是沿海深水港地区建设钢铁项目，高炉有效容积要大于 3 000 立方米，转炉公称容量大于 200 吨，包括 6 台 180 平方米、2 台 360 平方米的烧结机，8 座 1 080 立方米的高炉及 2 150 毫米的热轧带钢生产线等各一条。目前除 2 150 毫米的热轧带钢生产线基本建成未投产外，其余主体设备均已建成投产^①。

① 在开源控股宣布注入日钢约 30% 的资产成功当天，即 2009 年 6 月 11 日，国家环保部紧急叫停该项目。理由是“不符合《钢铁产业发展政策》中‘新增生产能力要和淘汰落后生产能力相结合，原则上不再大幅度扩大钢铁生产能力’”。媒体分析认为日钢规划“沿海深水港地区建设钢铁项目，高炉有效容积要大于 3 000 立方米，转炉公称容量大于 200 吨”是日钢热轧板带配套技改项目此次被叫停的主因（<http://finance.ifeng.com/news/industry/corporate/20090704/886481.shtml>）。

此外，物流成本也是山东钢铁考虑兼并日照钢铁的另一个主要原因。铁矿石等原料从港口到日照钢铁的运输费用是 2.5 元~3 元 / 吨，而运输到山东内地则需要上百元。另外，产品海外销售的运输成本也相差几十倍，短短几年就会节省成本创造出近百亿元的利润。

同时，山钢欲与日钢的重组也有另外一个重要原因——为山东省建设日照 2 000 万吨精品钢铁基地打下基础。按照山东省发布的《钢铁工业调整振兴规划》的要求，提出加快建设日照钢铁精品基地，加快山东钢铁集团重组，加速将山东钢铁业向沿海转移。日照临海钢铁基地新建项目分两期建设，一期建设 1000 万吨，二期建设 500 万吨，日照原有 500 万吨产能。

对于此案例，本文还给出三个有关背景事项和事态发展链接，以助于了解这起收购案的前因后果。

相关链接一：“新民资 36 条”^①

2010 年 5 月 7 日，国务院出台《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，相较于 2005 年出台的“非公经济 36 条”，被称为新“民资 36 条”。有专家评论说，旧 36 条实际是对民间资本介入一些垄断行业打开大门，而新 36 条简直就“张开双臂”欢迎民间资本进入这些行业。“意见”如下。（1）“进一步拓宽民间投资的领域和范围”。（2）“鼓励和引导民间资本进入基础产业和基础设施领域”（如允许民间资本参股建设煤运通道、客运专线、城际轨道交通等项目。探索建立铁路产业投资基金，积极支持铁路企业加快股改上市，拓宽民间资本进入铁路建设领域、水利设施、电力、石油天然气、电信、土地整治和矿产资源开发等领域）。（3）“鼓励和引导民间资本进入市政公用事业和政策性住房建设领域”。（4）“鼓励和引导民间资本进入社会事业领域”。共包括 4 大类方针 36 条意见。

^① 中央人民政府网，http://www.gov.cn/jzwgk/2010-05/13/content_1605218.htm。

相关链接二：近年来中国大型钢铁集团重组^①

钢铁集团	性 质	组成企业	总产能
宝钢系	国营	宝山钢铁、广州钢铁、韶关钢铁、新疆八一钢铁、江西新余钢铁、宁波钢铁	7 000 万吨
河北钢铁系	国营	唐山钢铁、邯郸钢铁、承德钢铁	5 000 万吨
武汉钢铁系	国营	武汉钢铁、昆明钢铁、柳州钢铁	5 000 万吨
鞍山钢铁系	国营	鞍山钢铁、本溪钢铁、攀枝花钢铁	4 000 万吨
山东钢铁系	国营	济南钢铁、莱芜钢铁、日照钢铁	4 000 万吨
首都钢铁系	国营	首都钢铁、长治钢铁、贵阳特钢、伊犁钢铁、唐山宝业钢铁、贵州水城钢铁	不详
建龙系	民营	唐山建龙、吉林市明城钢铁、吉林冶金、宁波钢铁新抚顺钢铁、吉林通化钢铁（被终止）	2 000 万吨
沙钢系	民营	沙钢集团、安阳永兴钢铁、江苏淮钢、常州鑫瑞特钢、江苏永钢	2 500 万吨

相关链接三：工信部指标管理地方企业重组：加快速度但防止拉郎配^②

2011 年 9 月 6 日，国务院办公厅印发的《国务院关于促进企业兼并重组的意见》（以下简称《意见》），要求各省从体制改革突破和财政信贷政策倾斜等方面，积极推动企业兼并重组工作。

《意见》将汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土等行业作为兼并重组推进的重点。为尽快落实这些领域的企业兼并重组，工信部要求各地方在 10 月前至少上报一例兼并重组案例，在利好政策下，中国企业兼并重组即将开始大提速。

河北将加快培育 3 ~ 4 家具有较强实力和明显竞争优势的大型钢铁企业集团。也就是说，未来河北除已有的龙头钢铁企业河北钢铁集团之外，还将成立至少 3 家大型钢铁集团。无独有偶，山东国资也准备推进一系列兼并重组工作，在山东钢铁集团兼并民营企业日照钢铁集团之后，山东还将继续通过兼并重组扩大“国资军团”。山东省国资委主任谭成义表示：“力争将山东省管企业调整

① 网易专题，<http://money.163.com/special/00253L6L/rizhaosteel.html>。

② 《工信部指标管理地方企业重组》，http://www.chinaacc.com/new/184_186_201009/13xu333618784.shtml，《中国经营报》，2011 年 9 月 11 日。

到 25 户以内，打造 10 户左右具有较强竞争力和较高知名度的大企业集团。”与此同时，国务院国资委旗下的 123 家中央企业兼并重组的进程正在加快，到年内央企要减少到 100 家以内。

事实上，此次《意见》的出台对各级国资委旗下的国有企业影响最大，此前各地掀起的重组浪潮也多为国有企业，而国资委亦是《意见》的参与制订者之一。但值得注意的是，从河北、山东乃至央企层面，一浪接着一浪的兼并重组均是国企盘子的自家整合，甚至多是“拉郎配”似的重组。按照《意见》敲定的兼并重组的基本原则是：充分尊重企业意愿，通过完善相关行业规划和政策措施，引导和激励企业自愿、自主参与兼并重组。同时，还要坚持市场化运作，规范行政行为，由企业通过平等协商、依法依规开展兼并重组，防止“拉郎配”。在河南国资人士看来，目前的国企重组有相当一部分还处在“拉郎配”阶段，比如在钢铁领域，“大鞍钢”、“山东钢铁集团”和“河北钢铁集团”等钢企规模“比赛”，以及中国钢铁业重组乱象的背后，是政府“拉郎配”和钢企产能的盲目攀比心理在“搅局”。

2009 年，吉林国企通钢集团与民营建龙钢铁在进一步重组过程中发生了震惊全国的“陈国君血案”，这是跨体制整合失败的极端表现。另外，央企鞍钢和辽宁国企本钢的整合至今还处于“联而不合”的阶段，而造成“联而不合”的主要原因便是税收分成和人事安排带来的博弈，鞍本重组便是因跨区域重组造成利益不均的典型重组失败案例。

此外，在企业兼并重组过程中，跨区域整合存在税收的分成、人事权和控制权的争夺都是所遇到的问题。另外一个备受关注的问题就是民企在兼并重组中的地位。有民营企业认为，《意见》出台后，国有企业在重组浪潮中会更加“凶猛”，国有企业在经过一系列改革和重组调整之后，目前在市场的地位越来越强，民企也很难与之抗衡；有专业人士认为，民企已经在 5 年前参与了国企改革，当时民企参与国企改革是有机会的，但如今的国企在历经一系列改革之后，规模和市场地位越来越大，越来越强，此时民资若以主导方参与国企的兼并重组则将十分艰难，如果是参股则还有可能。在钢铁、水泥等资源型领域，未来还可能出现“国进民退”的局面。全国工商联副主席保育均认为，民企要想参与国企改革，重组国有企业只能在省一级以下国企进行，在央企层面则属于天方夜谭。

2. 产权公开交易的新闻报道重点

产权交易行为最终导致被交易企业产权结构的改变,是指资产所有者将其资产所有权和经营权全部或者部分有偿转让的一种经济活动。这种经济活动是以实物形态为基本特征的出卖财产收益的行为;是多层资本市场的重要组成部分;其职能是为产权转让提供条件和综合配套服务;产权交易具有限制性、复杂性、多样性、市场性等特征。

从市场性质来看,产权交易属于产权经营活动,其经营主体是企业财产所有者或所有者的代理者,遵循等价交换原则的商品经营活动。产权交易在内容上可以分为两个不同层次:一个层次是企业财产所有权的转让;另一个层次是在保持企业财产所有权不变的前提下,实行企业财产经营权的转让。按交易方式分,有5种形式:购买式、承担债务式、吸收入股式、控股式、承担安排全部职工等其他条件式。按交易主体之间的组织形式分,有6种形式:兼并、承包、租赁、拍卖、股份转让、资产转让。其中,拍卖、股份转让和资产转让属于公开交易方式。

产权公开交易是企业之间产权交易与转让的重要方式之一,如2014年11月28日—2015年1月底,安邦集团连续12次共耗资400亿元增持民生银行,持股比例从5%增至22.51%,成为民生银行第一大股东。安邦集团通过同样的方式也成为其他9家上市公司,如招商银行、金融街、金地集团等的大股东^①。

但是,即使产权采取公开、合法交易也并不能保证交易的合理性。因此,产权公开交易的竞拍方资质和资金来源、竞投价格、竞投方的介入对企业未来发展的影响,以及企业在产权完成交易之后的发展态势等,均成为新闻报道的重点。

重点案例分析:深圳航空公司的私有化过程

案例概述:

在2005年5月23日举行的深圳航空65%股权拍卖会上,深圳汇润携哈尔滨亿阳集团以27.2亿元的“天价”,一举击败包括中国国航、深圳国资委、中信集团等大型国企及淡马锡、花旗银行在内的诸多国外巨头,获得深航65%的

^① 《耗资近400亿元买入民生银行,安邦的钱从哪儿来》, <http://money.163.com/15/0131/09/AH9FQPS600253B0H.html>。

控股权，深航由此变身成为中国最大的民营航空公司，创下当时国有产权交易的最高纪录。这起股权公开交易看上去符合招标等公开性和合法性，但交易方的资质和资金来源却存在明显的非合理性，民营企业负责人李泽源利用熟人关系进行非法资金拆借，并以伪造租赁合同、虚假地方合作等手段，不仅以小公司之名收购了深圳航空公司，同时也使得后者经营不善、负债率急骤升高，使这家中国第五大航空公司几乎濒临破产。

2013年4—6月，李泽源伙同原深航公司董事长、总经理、董事、监事会主席和财务总监5人被控挪用资金罪在市二中院受审，李泽源还涉嫌伪造公司印章罪。司法材料显示，2005年12月—2007年7月，李泽源与其他5名原高管从深航挪用资金共计20.3亿元，其中7.5亿元迄今仍未归还（七项控告）^①。

新闻调查路径从如下两个方向展开^②。

第一个路径，调查分析李泽源是如何成功竞拍深圳航空公司的65%股权，从而完成产权私有化过程，使之成为中国第一家私营航空公司的。

第二个路径，分析李泽源是如何将深圳航空公司从一家盈利大公司管理成一家触及负债底线的亏损公司的，以及为什么会形成这样的局面。

1) 2005年民营企业组合竞拍深航

2005年5月，深圳航空公司通过公开竞投的方式进行股权转让的改制，两家民营公司深圳汇润投资有限公司（以下简称“汇润公司”）和亿阳集团以27.2亿元的价格通过竞拍，击败包括中国国航、深圳国资委、中信集团等大型国企及淡马锡、花旗银行在内的诸多国外巨头，获得深航65%的控股权，深航由此变身成为中国最大的民营航空公司。

深圳汇润投资有限公司的自然股东之一是李泽源，其在公司中个人持股89%。据调查，李泽源原名李宜时，是辽宁兴城人，曾在军队生产经营部门工作并任高管，亦曾因经济刑事问题获罪，2005年深航股权竞拍时正保释在外。2004年，他更名为李泽源。据有关资料显示，竞拍前夕，汇润公司于2005年3

① 《深航6高管被控挪20亿元受审，案犯自称是为混口饭吃》，http://news.xinhuanet.com/legal/2013-04/10/c_115340236.htm。

② 《最坏的私有化》，《财新周刊》，2010年3月24日出版。

月才在深圳设立，注册资本为1 000万元，由李宜时、赵丽、秦晓江、宋祖玉4名自然人股东发起，媒体质疑该公司实为竞拍而成立的项目公司。

2) 竞拍资金来源

按竞拍要求，拍卖门槛是净资产不低于15亿元人民币、资产总额不低于30亿元人民币。李泽源的汇润公司只有1 000万元的注册资本，并不具备竞拍者的资质要求。李泽源又找来哈尔滨亿阳集团，携手竞购。亿阳集团以通信产业起家，旗下拥有上市公司亿阳信通。

事后进展证明，亿阳集团无意于取得深航股权，从无真实出资，并在2006年将拍卖后持有的10%股权全数转让给汇润，充当汇润公司的“跳板”。

赢得拍卖后，汇润甚至还未筹措到第一笔30%的股权款8.16亿元。李泽源为此四处奔走。2007年4月，西部担保公司董事长刘文彪在接受媒体采访时表示，他将时任新华人寿董事长的关国亮介绍给李泽源。2005年，时任新华人寿董事长的关国亮通过其控制的隆鑫公司，巨额拆借大笔资金给汇润，用以交付收购深航股权的首期款。于是，来自新华人寿的4.3亿元经由隆鑫分批打入汇润账户，另一笔3.86亿元新华人寿公司的资金则借由其他渠道辗转注入汇润^①，汇润得以付清收购深圳航空的首笔股权款。

刘文彪不仅为李泽源引来了新华人寿的资金，亦帮助其解决了因所付股权款未达到预定的80%数额——2005年11月，在西部担保公司提供1亿多美元的担保下，汇润将所持深航20%的股权抵押给广控集团，使汇润和亿阳完成股权过户。汇润和亿阳要求股权过户时，国航一度力争其不符合相关要求，但此时，代表深圳市政府的股东全程物流转向汇润一方，连同原大股东广控集团，以75%的股权优势，同意汇润抵押20%的股权后，完成股权过户。

3) 李泽源借深圳航空内部改革转移公司资金

在竞拍前不久，李泽源将所持汇润股份全部转给一个名叫赵祥的人。李泽源之所以如此处理，是因为国航的反对，彼时李泽源仍保释在外。据称，李赵二人私下签订了一份秘密协议，协议约定，赵祥代李泽源持股，担任董事长，但一切事务必须听李泽源的，凡事由李泽源说了算。2005年11月22日，深航

^① 2007年11月，关国亮因违规挪用资金等问题被司法机关调查。

召集两百多名中高层员工举行了内部会议，赵祥在会上宣布了深航未来发展的“369”计划，即用3年时间把深航的飞机数量由目前的33架增加到60架，6年增加到100架，9年增加到160架，总耗资200亿元，并披露了深航两年上市的时间表。在“369”计划推动下，深航开始大量购置和租赁飞机，从而为李泽源转移资金进行了大量的项目铺垫。其中，西北租赁有限公司充当了重要角色。

赵祥对深航表面上的掌控一直持续到2008年。2008年，受此前高速扩张及当时经济环境的影响，深航前三季度巨亏5亿多元，于是，深航幕后控制人李泽源之子李默替换69岁的赵祥出任董事长职务。

深航内部人士称，李泽源等人高价拍下深航后，本来寄希望于几年内尽快上市，获利退出，但由于深航在2008年亏损，上市已无指望。2005年的收购使原新华人寿董事长关国亮成为李泽源的合作伙伴，为其提供了主要的收购资金，关国亮于2006年被查，迫使李泽源必须尽快偿还来自新华人寿的出资。

2006年10月，深航披露了这样一则消息：西北租赁有限公司与爱尔兰瑞安航空公司签署了意向书，前者将向后者购买5架型号为波音737-800的退役飞机，总价值为1.5亿美元，整修后转租给深圳航空公司。飞机计划于2007年年底前交付深圳航空公司。

调查却显示，李泽源曾将深航10亿元资金打入西北租赁账户，但并未用于租赁飞机，而是在国内变现成约1.5亿美元，并让深航的机组带到国外。一位熟悉飞机租赁的前深航员工向媒体透露，其曾向相关航空公司查询生产序号，证实上述5架飞机并未交付予深航，这些合作实为虚假租赁行为。他指出，李泽源通过后续购买的飞机补缺，以此应付相关的年度财务审计和民航总局对于购买和租赁飞机的相关审核。

与此同时，与李泽源进行飞机租赁合作的西北租赁有限公司，也经历了一番股权变化，最终成为深航关联公司，从而减少了财务报表上的债务总额。

类似手法的虚假租赁并不止于上述5架飞机，仅与爱尔兰瑞安航空公司的未按合同执行的飞机租赁就有17架。相关案情涉及的金额达20亿元。根据2009年7月的年检资料，西北租赁有限公司的年末总资产为2亿元，负债为

1 137 万元，亏损为 113 万元，长期投资为 8 000 万元。

接近审计的知情人士指出，在 10 亿元资金通过西北租赁有限公司转移出去后，李泽源曾提出让西北租赁有限公司破产。这样，西北租赁有限公司将无须再承担对深航的债务，但此时国航仍持有深航 25% 的股权，一旦西北租赁有限公司破产，国航将被迫分摊深航的损失，国航因此加强了对深航财务的监控。

4) 李泽源利用深航从地方政府获得房地产经营便利

李泽源自 2008 年 7 月起，就走访了河南、江西、云南、青海等 11 个省份，均获当地政府主要领导接见。商谈主题基本都围绕深航与当地政府建立战略合作关系，由深航在当地设立基地或分公司，地方政府则在配套土地、税费、融资上给予优惠和扶持。李泽源利用部分地方政府官员发展经济的迫切需求，承诺在当地开设一些航线，此举一方面能从地方获得补贴和优惠政策，另一方面也能扩充深航的支线航线。地方政府一般会无偿拨给深航一些基建用地，李泽源用其中的 20% 建航空基地，其余则基本用作房地产开发，希望以开发所得的部分，填补购买深航时遗留下的资金窟窿。目前深航已在北京、南宁、无锡等 20 个城市建立了分公司和基地，并获得大量土地资源，但是深航通过承诺设立分公司和航空基地所获得的不动产，极少记在深航名下，而是由深航房地产公司拥有并开发——这家公司于 2006 年 10 月成立，注册资本为 1 亿元，由李泽源控制的汇润持股 70%，深航持股 30%。为完成开发计划，深航充当了融资工具，向深航房地产提供“贷款”，但设想中的航空基地建设则多无踪影。调查人员指出这部分资金流出深航，形成的“坏账”金额只能用“巨大”来形容。

其中，2006 年 11 月在沈阳获得近 39 公顷土地，在无锡获得太湖世家和湖滨路之间的 190 亩土地用于开发办公和生活基地，还在无锡机场总体规划用地中获得 300 亩土地用作建立生产基地。2007 年 9 月，在重庆获得一块与滑行道相连接的 300~600 亩的生产基地用地。另外，深航还相继与北京市顺义区签约，在天竺镇建立航空商务区；与哈尔滨道里区政府签订了预计投资总额高达 100 亿元的建设规划等。

在李泽源领导下的深圳航空负债率升高至警戒线。在汇润收购之前，深圳航空位列国内第五大航空公司的深航，总资产超过 240 亿元，员工 1.4 万多人，拥有各类型飞机 134 架，经营国内国际航线 200 多条；连续 11 年盈利的航空公

司，即使在全国航空运输业普遍不景气、大多数航空运输公司亏损的情况下仍能盈利。

但是进行“私有化”后的深航，其资产负债风险日益提高。根据国航定期报告显示，2007年深航的负债率达到87.29%，2008年升至96.36%，2009年6月底仍高达96.58%。这一负债水平，均高于国内三大航空公司，与深航同类型的海航在2009年第三季度的负债率也只是87%。国外航空公司一般负债率为60%~70%。各大银行也逐步收紧对深航的信贷。

资金吃紧之下，深航内部人士称，为缩减成本，深航开始更多地租赁飞机，或把买入的飞机卖出，并开始向深圳政府申请政府担保贷款，甚至要求补贴，以缓资金之急。2008年四川汶川地震中，深航花了3.4亿元赈灾。数月之后，深航就向广东省政府打报告，希望省里补贴同样规模的资金给深航，另一份报告则希望由深圳市政府出面担保，为他们解决数十亿元的流动资金，第一步先担保贷出10亿元。但报告最终未能获准。

2008年11月2日，深航在昆明召开股东大会，会上呈报的深航业绩显示，当年前三季度深航已亏损5亿元，但到年底深航公布业绩时，账面仍显示为盈利，更高达2.6亿元。2009年内部通报的盈利高达5亿元，完全不同于其窘迫的财务处境。但这个财务报表引起了行内人的怀疑。2008年，深航的审计师毕马威会计师事务所就对其2007年财报持保留意见，并最终退出审计。根据第二大股东国航的定期报告，深航至2009年6月底的资产负债率已高达96%。

深航前董事长赵祥因不满李泽源独赚20多亿元而其所得不多，两人因此反目并最终举报了李泽源。同时，新华人寿原董事长关国亮于2007年被立案调查，关国亮、李泽源二人之间的非法资金拆借案被揭晓，从而使得李泽源伪造融资租赁、从深航套走资金的非法行为得以暴露。

2010年，中国国有航空公司通过增持将深圳航空的持股比例增到51%，深圳航空又重归国有企业行业，汇润公司破产后，其所持24%的深圳航空的股权转入了全程物流。至此，深圳航空私有化过程宣告结束。

重点案例分析：2015—2016 年深圳万科公司被收购案^①

案例概述：

2015 年七八月间，俗称“宝能系”中的深圳市钜盛华股份有限公司（以下简称“钜盛华”）和前海人寿保险股份有限公司（以下简称“前海人寿”）在二级市场联手三度举牌万科，至 8 月 26 日持股 15.04% 成为万科公司的第一大股东；不久华润出手增持至 15.29% 暂时回归成为第一大股东。但是“宝能系”紧锣密鼓地运作资金数月后，于 11 月底开始再度大笔买入，12 月 4 日耗资约百亿元第四次举牌万科，持股比例突破 20%，再升第一大股东。新晋第一大股东“宝能系”高举杠杆资金，默默大量地吃进万科股份，12 月 11 日、12 日、15 日、18 日继续增持至 24.26%；原大股东华润集团在 15% 阶段少量增持之后，便一直沉寂无语；另一家险资公司安邦又大量增持股份至 6.18%，成为万科第三大股东。

12 月 17 日，万科公司的创始人王石明确表示“不欢迎宝能当大股东”，这一表态将万科和“宝能系”的股权暗战曝于市面，引起广泛关注。12 月 18 日，万科在 12 月的第五个涨停板中临时停牌。12 月 20 日，万科争取国资委对央企参与重组万科的支持。

新闻调查可以从以下三个方面进行：（1）“宝能系”通过二级市场收购万科公司的过程是什么？这种行为属于“敌意收购”吗？（2）进行收购的大规模资金来源是什么？是如何进行金融市场的“杠杆”融资操作的？（3）万科公司在二级市场被收购的主观原因是什么？

1) “宝能系”大举收购并意欲改组万科，被认为是“恶意收购”

深圳市宝能投资集团有限公司（以下简称“宝能集团”）持有“宝能系”主要资本运作平台是“钜盛华”的 67.4% 股权；同时钜盛华则持有前海人寿 51% 的股份。前海人寿成立于 2012 年，开业后曾四度增资，从最初的 10 亿元增至

^① 《万科险中求》，《财新周刊》，2015 年 12 月 28 日出版，<http://companies.caixin.com/2015/baowanzhi zheng/?t=1451868546211>。《罢免 VS 改组万科董事会，华润、宝能如何谋划“下一步”？》，<http://www.yicai.com/news/5036150.html>。《宝能实施逼宫计划，意欲改组万科董事会》，<http://companies.caixin.com/2016-06-26/100958893.html>。《万科详解深铁重组案来龙去脉》，<http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/ggscyd/2016-06-20/doc-iftfrf0672164.shtml?cre=sinapc&from=wap>。《“万宝之争”究竟在争什么？》，<http://money.163.com/15/1228/10/BBTQJAQA00253G87.html>。《证监会主席刘士余痛批“野蛮收购”》，<http://china.yinet.com/3.1/1612/04/12081201.html>。

2015 年的 45 亿元。

根据万科公告，早在 2015 年 1 月，前海人寿即通过证券交易所买入万科 A 股股票，根据披露的信息，前海人寿于 2015 年 1 月、2015 年 2 月、2015 年 3 月、2015 年 4 月、2015 年 6 月和 2015 年 7 月都有所交易；截至当年 7 月 10 日，前海人寿（宝能系）通过二级市场耗资 80 亿元买入万科 A 股约 5.52 亿股，约占万科 A 股总股本的 5%。7 月 24 日，前海人寿及其一致行动人钜盛华对万科二度举牌，持有万科股份 11.05 亿股，占万科总股本的 10%。而前海人寿与钜盛华的实际控制人均为姚振华。

当年 8 月 26 日，前海人寿、钜盛华两家公司增持了万科 5.04% 的股份，加上此前的两次举牌，“宝能系”合计持有万科 15.04% 的股份，以 0.15% 的优势，首次超越了万科原第一大股东华润集团。但是，9 月 4 日，港交所披露，华润耗资 4.97 亿元，分别于 8 月 31 日和 9 月 1 日两次增持，重新夺回万科的大股东之位。截至 11 月 20 日，华润共持有万科 A 股 15.29% 的股份。

不过，11 月 27 日—12 月 4 日，钜盛华买入万科 5.49 亿股，合计持有万科 A 股约 22.1 亿股，占总股本的 20.008%，取代华润成为万科第一大股东。

2015 年 12 月 18 日，万科 A 股和 H 股同步停牌，“宝能系”和安邦保险完成了最后的收购。自此，万科总股本中“宝能系”持有 24.26%，华润集团持有 15.29%，安邦保险持有 6.18%，盈安合伙持有 4.14%，前四大股东手中持股达到 49.13%。万科股票停牌至少三个月。

万科于 2015 年 12 月 20 日公告称，计划于 2016 年 1 月 18 日之前披露重大资产重组信息；12 月 23 日晚，万科和安邦在各自官网分别发表“结盟”声明，安邦表态支持万科管理团队，支持万科经营风格保持稳定。按截至 12 月 18 日的股份结构计算，华润集团、安邦保险、盈安合伙三者若形成一致行动人，合计股份达到 25.61%，暂时超过“宝能系”。

2016 年 2 月 19 日晚，万科发布公告称“将继续停牌”，停牌期间该公司重大资产重组事项的相关工作正常推进，并称公司已与一名潜在交易对手签署了一份不具有法律约束力的合作意向书。

2016 年 4 月 17 日，万科董事会主席王石谈及万科引入深圳地铁的想法；6

月 19 日，万科副总裁谭华杰在万科投资者电话会议上介绍了万科增发股权（收购价 15.88 元 / 股）收购深铁项目的意图和对公司未来的考虑，谭华杰表示，港铁模式说明，地铁是可以赚钱的。如果和某家地铁公司建立合作关系，其价值远大于招标。而现在，深圳地铁和万科意图达成的合作模式正是这样，合作项目均在前海位置，包括安托山项目和前海枢纽，计划在 2021 年完成所有的开发和销售。

2016 年 6 月 23 日，“宝能系”发表声明，明确表态反对万科深铁重组预案，并认为万科存在内部人控制问题。一直低调行事的“宝能系”如此高调亮明态度，实属罕见。转瞬，华润迅即发出声明予以声援。

2016 年 6 月 26 日，万科发布公告称收到第一大股东钜盛华和前海人寿的 12 个提案，要求召开临时股东大会，罢免包括王石、郁亮在内的万科上市公司 10 位董事和 2 位监事；媒体称作为持股 24.29% 的第一大股东，“宝能系”在万科董事会中暂无一席之地，此番提请改组董事会，意在争取话语权。“宝能系”亦已准备好董事会提名人选预案，计划推举华润集团助理总经理、华润置地（01109.HK）执行董事吴向东为万科董事长，“宝能系”实际控制人姚振华为万科监事长。6 月 30 日，万科另一大股东华润发布声明称，华润注意到 2016 年 6 月 24 日万科董事会的公告，对此，他们认为对于公告中罢免所有万科董事、监事的提案，华润有异议；华润会从有利于公司发展的角度，考虑未来董事会、监事会的改组。

2016 年 12 月 3 日，证监会主席刘士余在公开讲话中痛批“野蛮收购”，引发业界高度关注：“你用来路不当的钱从事杠杆收购，行为上从门口的陌生人变成野蛮人，最后变成了行业的强盗，这是不可以的。”并认为杠杆收购不是金融创新，“有的人拿着金融牌照，进入金融市场，用大众的资金从事所谓的杠杆收购，实际上最终承受风险的是广大投资者。”并点名“七大保险系举牌最为活跃”的为恒大系、宝能系、安邦系、生命系、阳光保险系、国华人寿系和华夏人寿系。

2016 年 12 月 19 日，万科宣布终止与深圳地铁的重组项目，称当前各方对本次交易方案的调整尚无法达成一致意见，继续推进方案的条件不成熟，公司认为继续推进本次交易将面临重大不确定性。在与深圳地铁协商后，万科决定终止本次交易事项，并签署了相关终止协议。受此消息影响，19 日万科 A 股的股价大跌 6.06%。如果从当年 11 月 18 日高点 29 元算起，万科市值已缩水

870 亿元。(后记：不完全统计，截至 2016 年 12 月 30 日收盘，A 股市场 2016 年共有 69 家上市公司被举牌，合计发生共 108 次，涉及总金额达 1002 亿元。举牌主体主要有保险、私募、产业资本、国有资本及个人。统计发现，2016 年保险企业共斥资 257.93 亿元对 7 家上市公司进行举牌，其中以前海人寿为资本平台的“宝能系”在 2016 年对万科 A 和南玻 A 进行了举牌，同时还增持了格力电器、华侨城 A 等多只优质个股。统计显示，宝能目前共持有超过 40 家 A 股上市公司股权，其中对格力电器的持股升至 4.13% 逼近举牌红线，安邦在 11 月份耗资约 240 亿元两度举牌中国建筑；阳光产险 11 月 21 日举牌吉林敖东；百年人寿举牌万丰奥威和胜利精密；“定增王”刘益谦作为实际控制人的国华人寿则对长江证券和天辰股份进行举牌，值得注意的是，国华人寿前三季度累计亏损 2.33 亿元。^①)

2) 分散股权成为被收购的主观原因

万科这次被大举收购的主要原因，市场分析认为是万科内部的分散股权。万科的股权分散程度在整个中国证券市场中都比较特殊。1993—1997 年，其最大股东持股比例始终没有超过 9%，2000 年引入华润集团成为大股东后，依然没能改变分散状态。截至 2015 年 6 月 30 日，万科前十股东合计持股约 25%。

1984 年王石创立万科公司，挂靠在深圳特区发展公司（以下简称“深特发”）之下；1988 年万科公司进行股份制改革；1991 年万科公司作为深交所第二家上市公司上市，公司内部的股份进行稀释了。2014 年 6 月，万科当任总裁郁亮“发明”了事业合伙人制度，万科 1320 名管理层人员以事业合伙人名义组建“盈安合伙”，每年把奖金用于增持公司股份，一年只攒下 4.14% 的股权。王石向媒体承认在其他公司的二级市场的大规模收购之下，万科公司的合伙人持股则是“杯水车薪”，更是没有财力进行大规模增持股份反抗这种并非善意的收购。

1994 年 3 月 30 日，君安证券联手万科的四家股东（共持有 10.73% 的万科股份）起草了万言书，要求改组万科董事会。王石向深交所申请停牌，君安因为“老鼠仓”使得改组万科的联盟被瓦解，最终在监管当局出面调和之下，终结这场“君万之争”。2000 年 8 月，深特发正式将手中 8.11% 的股权全部转让给中国华

① 《A 股 2016 举牌凶猛：69 家公司获千亿元资本青睐，宝万之争受关注》，http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201701/t20170102_5142144.html。

润总公司，华润集团及其关联企业最终以 15.08% 的股权成为万科第一大股东。

至 2015 年，万科成长为千亿级的规模企业，其优良资产和品牌价值广受认可，截至 2015 年 6 月底，公司保持低至 15.76% 的负债率，现金流 500 亿元，但股价却长期处于低位。这种情况被认为极易成为被二级市场恶意收购的对象。

2014 年年初，万科公司即任总裁郁亮认为以万科当时的股价来看，只要 200 亿元就能买下万科成为大股东，获得绝对控制权；即使不能获得绝对控制权，也可以通过股东大会、董事会来获得更多的内部控制权，例如通过投反对票或进行利益要挟等方式。

3) 险资和银行成为杠杆收购的主要融资方式

“宝能系”收购万科的资金至少包含在不同金融市场的四层加杠杆动作，层层杠杆融资用于收购万科，真实杠杆累加超过 10 倍，而银行理财资金是重要的“金主”。

“宝能系”利用保险、券商、银行理财、股权质押、债券融资五大手段放大杠杆的路径。“宝能系”每一层架构的杠杆比例均不超过 1:2，但是通过嵌套组合、股票质押再融资等金融杠杆工具，最终实现了约 4.2 的杠杆比率。公开资料显示，目前宝能系共耗资 430 亿元收购了万科约 25% 的股份成为第一大股东，而根据华泰证券研究所、华夏基金提供澎湃新闻的分析，这 430 亿元中，包含自有资金 62 亿元，保险资金 105 亿元，券商资金 78 亿元，银行理财资金 185 亿元。

首先，“宝能系”以前海人寿的万能险资金为助力，引入保险资金 105 亿元，成为宝能收购万科股份的“先锋部队”。其次，宝能与中信证券、银河证券等券商合作，通过融资融券和收益互换等形式，以自有资金 39 亿元融入券商外部资金 78 亿元，共计 127 亿元。第三，宝能出资 67 亿元联合浙商银行出资 132.9 亿元，通过华福证券、浙商宝能资本构建了规模达 200 亿元的有限合伙资金。此后，钜盛华又拿出资金以两倍的杠杆撬动广发、平安、民生、浦发等银行的理财约 155 亿元，通过资产管理计划持续买进万科股票；其中，200 亿元有限合伙基金中，浙商的 132.9 亿元全部用于收购前海人寿股份，与收购万科无关；资管计划劣后资金 91 亿元，由宝能出资 67 亿元中的 63 亿元以及钜盛华的其他资金 27.8 亿元组成。第四，钜盛华先后将手中持有的万科股票质押给鹏华资产

和中国银河证券；同时“宝能系”先后通过深圳深业物流集团和前海人寿分别发行 23.8 亿元私募债券和 10 年期债券。

这个案例的杠杆收购呈现出 4 个问题^①：（1）万能险被当作大股东的资金平台、险资举牌上市公司，是当前资本市场上杠杆资金组织中一个盛行的现象。保险属于长期理财产品，保险公司也希望通过拉长期限来摊销高昂的销售成本。但是有时保险公司通过或其大股东出于自身目的，可能将万能险产品被变相设计成短期理财产品，参与举牌上市公司。由于举牌资金有 6 个月的限售期，如果保险公司或其大股东以收购上市公司为目的，则也属于长期投资，这将导致万能险资金面临期限错配、短线长投的风险。（2）资管计划作为杠杆资金入市增加风险，“宝能系”用 9 个资管计划作为撬动收购万科的杠杆资金，这 9 个资管计划是否属于上市公司收购的一致行动人？是否违反了资管业务相关法律规定？9 个资管计划作为一致行动人，其收购行为是否也违反了上市公司信息披露规定？以及将表决权让渡给钜盛华是否具有合法依据等问题。此外，宝能之前与华润有合作项目，由此也让万科管理层质疑宝能与华润是否构成一致行动人。（3）这是一起“敌意并购”，这起并购的产生显示被收购对象的公司治理结构（特别是股权结构）是有漏洞的。（4）中国目前金融市场上的分业监管存在监管漏洞，宝能正式利用不同监管部门对融资工具的监管缝隙。通过层层嵌套，成功将不同类型的金融资金组织成为杠杆收购来源。

“宝万之争”的发生，一方面，对于推动上市公司完善自身公司治理结构已经发挥了作用，很多上市公司已经开始有针对性地完善自身治理结构。A 股市场上已经开始逐步在公司章程中制订包括“驱鲨剂条款”、“分期、分级董事会”、“金色降落伞”、“白衣骑士”等反收购条款措施。另一方面，监管机构也需要打破行业藩篱，建立统一的金融监管机构或是有效的联席监管协作运行机制，以消除监管盲区，及时应对市场新趋势，及时处理重大风险和市场热点问题。

第三小节 现代公司内部治理的新闻报道

公司内部治理结构与模式反映企业内部机构与市场经济的互动关系，包括

① 《吴晓灵解剖宝万之争：分业监管存漏洞，建议建立金融统一监管》，<http://news.163.com/16/1127/08/C6S7H23H000187VE.html>。

董事会制度、股东大会制度、激励制度、委托代理制度、协议控制制度等。

董事会是采取会议形式集体决策的机构，在我国国有企业法人治理结构中居于核心地位。它负责企业的重大决策、对企业进行战略性引导，并负责选聘、考核、激励经营人员，是企业内部深化改革，提高管理质量和效率的重要保证。建立和完善董事会制度是实现国家股东利益最大化的有力保障，是公司法人治理结构的核心，有利于建立政企分开、权责明确的法人治理机制。

我国国有企业包括国有独资公司、国有控股公司和国有参股公司 3 种类型。

我国《公司法》规定，国有独资公司不设股东会，由国有资产监督管理机构行使股东会职权；董事会经国有资产监督管理机构授权后，可行使股东会部分职权；董事会和监事会成员均由国有资产监督管理机构委派，其中，职工董事与职工监事均由职工代表大会选举产生。

另外，根据《公司法》规定，国有独资公司监事会的职权小于一般的有限责任公司，它无权对董事、高级管理人员提起诉讼，使监事会职权受到了极大限制。在国有企业特殊的治理结构中，董事会权力集中化，使得股东会、董事会、监事会丧失了相互制衡的机制，更突显了构建完善的董事会制度的必要性。

新闻报道关注的焦点是企业内部的治理问题，有“内部人控制”、企业内部管理层股权结构，以及企业内部投资类股权结构。

“内部人控制”有如下三种表现形式。

(1) 董事会兼任经理层现象普遍。《公司法》规定，董事会有权决定经理的聘任、解聘和报酬等事项。同时又规定在国有资产监督管理机构授权的情况下，董事会成员可以兼任经理。这一规定为企业高级管理人员“自己考核自己、自己监督自己”的经营管理行为提供了制度依据。在丧失了内部有效分权抗衡机制的约束、外部监督机制又不到位的情况下，企业经营目标只能依靠董事和经理的内心诚信来实现。在这种形势下，若董事与经理合谋，利用经营权侵犯所有权，过分追求自身利益最大化，将导致国有资产严重流失。

(2) “在位消费”水平过高。在“内部人”强大的控制力下，企业高级管理人员极易利用自身庞大的权力控制企业一切事项。当国家出资者无法满足其个人私欲时，就可能通过扩大个人支出账户、公费出行等方式满足自身需要，造

成在职消费居高不下。

(3) 经理层“预算软约束”，重短期利益，轻长远利益。国有企业与非国有企业相比，其特殊性在于国有资产所有权行使者（国有资产监督管理机构）并非所有者，而是代理人。而经理层仅是代理人聘任的经营者，亦非国有资产的终极所有者，对国有资产的损失没有切肤之痛。因此，在实践中，经营者往往急于彰显自身业务能力，不计成本，不顾公司长期利益，而只考虑眼前成绩和地位，过度投资、重复建设，低效率使用国有资产，使消耗的国有资产无法得到充分补偿，不利于企业的长远发展。

“企业内部管理层股权结构”主要涉及管理层持股与否，以及相关的激励机制，也是通过产权进行内部交易和更替而形成的。例如，令人关注的 MBO（管理层购买产权）主要通过管理层（经理人）对内部产权进行杠杆收购，从而对所有者结构、控制权结构及企业的资产结构进行内部并购与重组，其主要目标是解决管理层（经理人）高额的代理成本等问题。20 世纪 90 年代开始，中国企业即开始尝试，曾被认为是充分调动企业经营者积极性的激励方式，早在 2001 年，广东美的集团即中国第一家通过股份制改制上市的集体企业，也是最早实施管理层收购的中国企业。再如 TCL 集团，从 1997 年到 2004 年，经过 8 年的筹划与渐进发展，通过对企业增量资产的产权结构改革，管理层以股票期权的方式进行了 MBO 的改制，经过改制后，TCL 集团净资产为 16 亿元，总股本也是 16 亿元。其中，惠州市政府持股 40.97%，集团管理层持股 25%，其他股份则由员工和战略投资者分别持有^①。

此外，企业内部投资类股权结构也是新闻关注的热点之一，尤其是大多数互联网公司股权结构中，投资类股东“协议控制”的模式与常规模式形成明显差异。“协议控制”又称为可变利益实体（Variable Interest Entities, VIEs），指投资企业所拥有的其投资企业的实际或潜在的经济收益，但是该投资企业本身对此利益实体并无完全的控制权。

例如，新浪、百度、阿里为赴境外（包括中国香港等）上市，其公司股权要求非全内资，必须有非中资的资本加入或在境外成立一个壳公司，但其业务绝大部分是在国内，工信部（MIIT）和新闻出版总署（GAPP）、财政部等国家

^① 《利益的分配——中国上市公司利益分配案例》，孙绪才编，2006，中国人民大学出版社。

职能部门要求这些企业的国内业务是 100% 的内资，为了符合上述两种矛盾的要求，新浪、阿里等公司融入相当股份的外资资本或成立境外壳公司，但外资资本或壳公司不能作为公司财报上公开的股东身份进行经济收益(股息分红等)，而是以内部协议的方式约定其经济收益。这种基于契约原则而非基于法定条例的协议，使得投资股东对企业没有实际控制权而只有财富分配权，无法作为公司主体参与公司经营和管理的过程，因而有可能面临管理控制的风险。

这种股权结构还存在政策风险。国家相关部门对 VIE 结构采取默许的态度，目前并没有实质的可操作的明文规定。一旦国家相关部委出台相应的规定，可能会对采取 VIE 结构的公司造成影响。例如，2010 年中国央行出台规定，限定中国境内的第三方支付平台均属于全中资机构，不得包含外国资本股东。马云当时为了使“支付宝”这个第三方支付平台符合央行规定，不得已破坏与其他两位外国股东雅虎公司与软银公司的“协议控制”，通过协商的方式意欲将本属外资股东的部分支付宝股权置换到自己控制的中资分公司。结果这一举动并未得到市场和股东们的认可，使得自己和公司陷入股权与声誉的双重纠纷中。

此外，VIE 结构的公司将会涉及大量的关联交易及反避税的问题，也有可能在股息分配上存在税收方面的风险。比如，新浪就在其年报中披露，上市的壳公司没有任何业务在中国内地，如果非中国运营的境外壳公司需要现金，则只能依赖于 VIE 向其协议控制方及境内注册公司分配的股息。壳公司(投资公司)并不能保证在现有的结构下获得持续的股息分配。

重点案例分析：新华人寿的“内部人控制”

案例概述：

新华人寿保险股份有限公司成立于 1996 年 9 月，总部位于北京市，是一家大型寿险企业，旗下控股新华资产管理股份有限公司。2011 年 12 月，新华保险在中国香港联交所和上海证券交易所同步上市，A 股代码为 601336，H 股代码为 01336.HK。新华保险拥有寿险销售人员队伍及 4 万余名正式员工，全国各级分支机构 1 500 多个。

新华人寿保险股份有限公司前董事长关国亮于 2004—2006 年在未经董事会批准的前提下，利用国家相关政策，挪用公司资金进行隐性交易、混业经营和

关联交易等，同时通过股权更替使自身权力过于集中，而致公司经营不善。该个案关联公司内部治理，董事长权力边界模糊，公司股权结构复杂且变更频繁，公司关联业务交易繁多，等等，十分复杂，反映了中国企业内部的“内部人控制”的模式对企业造成了极大的损害^①。

新闻调查通过如下两个路径来展开。

第一个路径，调查分析关国亮如何挪用新华人寿资金进行各项“隐形投资”、“外面的生意”和“混业经营的关联交易”，并分析三类投资项目之间的关系。

第二个路径，调查分析新华人寿内部股权结构，包括各个股东和投权分配（包括代持），以及股权变更的过程，并分析这些股东和股权变更对公司运作产生何种影响。

2005年，普华永道中天会计师事务所在对新华人寿的例行审计中发现了诸多资金运作疑点，结果遭关国亮解聘。这引发了股东对公司治理的极大关注。与此同时，针对关国亮的举报逐步升温。2006年，反映新华人寿资金运用违规的举报材料，被有关人员送往各个监管机构。

2006年9月23日，保监会开始对新华人寿展开“例行现场检查”，启动了对关国亮历年擅用新华人寿资金的调查，调查发现，关国亮任新华人寿董事长的8年间，累计挪用公司资金130亿元，或被拆借给形形色色的利益伙伴入股并最终控制新华人寿；或用于大规模违规投资房地产等领域，至案发时尚有27亿元未能归还。关国亮曾向保监会承诺还钱，但一直未还。10月8日，中国保监会宣布暂停关国亮履行董事长职责，工作移交给总裁孙兵，关国亮的权力被事实终止。12月27日，其董事长职务被正式免除。保监会于2007年5月24日宣布，由保险保障基金以市场价收购新华人寿问题股东手中的股权，解决资金挪用问题。

2007年11月，关国亮涉嫌挪用资金罪被羁押，一同被抓的还有上海策衡投资咨询有限公司原负责人马跃。马跃涉嫌侵占罪被抓，羁押一年多后被取保候审。

^① 《内部人关国亮》，《财新周刊》，2007年5月28日出版。《新华人寿战记》，《财新周刊》，2010年1月10日出版。《新华人寿前董事长关国亮获刑6年》，《北京青年报》，2012年3月2日。

2008年2月2日，关国亮因职务侵占罪被公安机关正式逮捕。2008年11月25日，关国亮案一审在北京市第二中级法院第一次开庭。关国亮被控涉嫌伙同上海人马跃职务侵占300万元、挪用新华人寿资金2.61亿元。

2012年3月1日，新华人寿前董事长关国亮涉嫌侵占、挪用巨资案在北京市第二中级人民法院落判。法院经审理认定，指控关国亮侵占罪证据不足，罪名不成立；指控其挪用三笔资金中有两笔证据不足，最终认定挪用资金额为2亿元。据此，法院以挪用资金罪，判处关国亮有期徒刑6年，同案被告人马跃被宣告无罪。据了解，检察机关指控关国亮挪用资金2.6亿元，职务侵占300万元。案发后，挪用的资金大部分被追回。

公诉机关指控，关国亮在担任新华人寿董事长期间，利用职务的便利，与另一被告人马跃合谋，于2003年6—8月，以马跃帮助新华人寿承保了中国农业发展银行相关保险业务，以及马跃经营的上海策衡投资咨询有限公司为新华人寿提供股票咨询等名义，获取了新华人寿300万元资金。法院经审理认为，对于关国亮利用职务上的便利，与马跃合谋骗取本单位300万元资金这一指控，缺乏事实依据，证据不足，遂驳回检察机关的指控。对于三项挪用资金的指控，法院只认定了一项，即关国亮利用职务之便，于2004年挪用2亿元至其弟经营的黑龙江贯通投资有限公司。另外两项共6000余万元也因证据不足被法院驳回。据此，法院以挪用资金罪，判处关国亮有期徒刑6年；马跃侵占罪罪名不成立，宣告无罪。对于保监会2006年“累计挪用公司资金130亿元”调查数据，检察院称，原因在于此案经有关部门审查，大部分资金被定性为拆借，不属于犯罪。

其实，从国内保险业的相关政策来看，保险公司进行所谓的混业经营也是有章可循的。国内保险资金因时刻面临偿付需求，因而投资运营渠道向来保守。在1999年之前，国家仅允许保险资金用于国债投资和银行协议存款，1999年后方允其有限度地投资证券市场。2006年6月，《国务院关于保险业改革发展的若干意见》（简称“国十条”）颁布，保险资金能间接投资房地产和基础设施项目。在2003年、2004年中国人保、中国人寿和平安保险成功登陆海外市场后，保险业内掀起“混业经营”高潮，保险资金投资运营渠道逐步放开，成立保险控股集团已成趋势。

1) 美国亮挪用资金进行了三大类投资

第一个新闻调查路径，以美国亮进行投资的类型进行划分，被挪用的资金主要用于如下三类项目的开发。

第一类属于新华人寿的隐形投资。所有这些项目资金运作均由美国亮调度，但产权不属于新华人寿，直到 2006 年美国亮接受调查前后，上述产权才被陆续过户到新华人寿名下。

例如，美国亮资金运作有两大平台——北京华新融投资有限公司（华新融于 2001 年设立于北京，其 75% 的股权由东方财务持有，其余股份由美国亮直接控制）和东方集团财务有限公司（注册于哈尔滨的东方财务由东方集团控股，美国亮曾担任东方财务董事长，而且事实上长期控制该公司）。华新融、东方财务与新华人寿均无任何股权关联，但资金往来多来自新华人寿。同时，美国亮运作这些资金并无新华人寿董事会的授权，亦无任何合法性文件可资证明。因此，新华人寿对外投资之名与实，几乎全在于美国亮的个人裁夺。

2003 年 3 月，华新融收购北京永安里长安街南侧的成中大厦项目，总计投入约 9 亿元。项目于 2004 年年底竣工，更名为“新华保险大厦”。但在 2005 年年初，新华人寿审计师普华永道作审计时，却发现新华人寿与新华保险大厦项目公司有高达 13 亿元的资金往来，且为项目公司提供了 5 亿元贷款担保。

2005 年间，美国亮还调集逾 10 亿元保险资金，投向长安街上另两处房产——西贸中心和北京宫（在西贸中心项目中，华新融携新产业投资入股；在北京宫项目中，美国亮则委托新产业投资和西部信用担保有限公司代持 60% 股份）。

第二类是“外面的生意”。这些项目均与新华人寿无关，而与美国亮或其亲属有关。

例如，2002 年，北京华新融投资有限公司投资了北京长安街东延长线上一幢 21 层的写字楼——华平国际大厦，项目开发商为北京天寰房地产开发有限公司。交易在当年 11 月完成，华新融和宏大兴业投资控股有限公司出资 3.68 亿元，从项目公司原股东手中受让全部股权，并分别在天寰公司占股 70% 和 30%。宏大兴业所持股份之后转予黑龙江贯通投资有限公司，后者的法定代表人正是美国亮之弟美国星。而新股东接手天寰公司后，总经理正是美国亮之兄关和平。

华平大厦最终在 2006 年 12 月底出手，买家是上海地产大亨许荣茂旗下的北京世茂投资发展有限公司。公开披露的交易价格是 10.5 亿元，据闻北京世茂先付 5 亿元定金。这笔交易与新华人寿无关，因而交易款全部由关国亮控制。

深圳航空是一家总资产超过 140 亿元的大型航空公司。2005 年 5 月，深圳航空的股权拍卖，由 4 名私人股东设立的注册资本仅为 1 000 万元的深圳市汇润投资有限公司和哈尔滨的亿阳集团以 27.2 亿元从广东发展银行手中竞得深航 65% 的股权。亿阳在拍卖后不久即告退出，汇润公司成为深航的绝对控股者。事后显示，汇润公司首笔 30% 的股权款 8.16 亿元正是来自关国亮的拆借。事后增资所需的 5 亿元资金亦出自关国亮。

第三类投资的项目是“混业经营”的关联生意。

例如，关国亮曾在 2005 年 1 月向媒体透风，新华控股将在春节后挂牌成立新华人寿控股公司，公司旗下将包括 8 家保险类子公司，分别是新华人寿，新华保险经纪公司，重庆、昆明两家新华保险代理公司，以及筹建报批中的新华财产保险公司、新华资产管理公司、新华养老保险公司和新华健康保险公司。

新华控股被设计为新华人寿的控股母公司，关国亮计划将最密切的盟友拉入新华控股——在最终上报保监会的新华控股筹备方案中，北亚、隆鑫等“盟友”跻身于发起股东名单；宝钢和苏黎世保险所代表的国有和外资股东阵营，被完全排除在外；在这份名单中，关国亮也最终放弃了“东方系”（进入新华后，关国亮长期保留在上市公司东方集团及其母公司东方实业的董事职务，他个人还持股东方实业 9.99% 的股权）。新华控股的股本金最初设定为 10 亿元，这笔巨资再次由新华人寿输入。约在 2005 年下半年，关国亮指使新华人寿投资管理中心调集巨资，打入隆鑫集团等公司账户，为其入股新华控股做最后的准备。但新华控股未能建立，而打入隆鑫的钱去了深航。据称，经由隆鑫输往深圳汇润的资金为 4.3 亿元。另外一笔 3.86 亿元的新华资金，则辗转通过其他渠道注入汇润。汇润最终在 2005 年 11 月完成股权过户，正式成为控股深圳航空 65% 的第一大股东。关国亮成为深航的实际控制人之一。汇润在 2006 年谋划对深航增资入股，这一次，关国亮再次将出售华平大厦所得的 5 亿元定金悉数汇往汇润账户。

保监会的调查启动之后，新华人寿三项最大的隐形投资被陆续追回，分别

是位于北京永安里长安街南侧的高 21 层的新华保险大厦、位于长安街沿线万寿路地铁站北角的西贸中心大厦，以及位于长安街北京饭店的二期扩建工程——“北京宫”。2006 年 10 月底，约定的一个月还款期来临，关国亮未能履约。此时，新华人寿被挪资金余额尚有约 27 亿元之巨，主要包括关国亮曾经安排的拆借给关联股东的数亿元入股款和关氏自 2006 年以来用于偿还私人债务而从新华人寿挪用的约 10 亿元，以及拆借深圳航空的数亿元。

2) 新华人寿管理混乱的内部治理结构

第二个新闻调查路径关注新华人寿公司股权分配、管理混乱的内部治理结构。

首先了解新华人寿的股权结构，新华人寿于 1996 年创办时共有 15 家发起股东，但事实上的大股东为国有股份制的“新产业系”和民营“东方系”的几家公司，分别持股一度达 37% 和 25%。“新产业系”的主力是国家计委系统的新产业投资股份有限公司等几家公司，原国家计委财金司副司长李福臣曾以“新产业系”代表身份，出任新华人寿董事长。1998 年李福臣去职后，关国亮代表“东方系”接任。新华人寿的大股东为国企阵营：三家大型国企宝钢集团、神华集团和仪征化纤集团，总计持股约 20%。据调查，这些企业集团长期与关国亮不和。

新华人寿成立前三年，仅靠北京分公司支撑业务。关国亮入主后迅速扩大分支机构，至 2002 年即已完成全国网络布局。至 2003 年，公司保费收入为 171 亿元，占据国内寿险市场份额的 5.7%，奠定中国第四大寿险公司的地位。2000 年，关国亮筹划新华人寿上市，当年 8 月，引进苏黎世保险集团、国际金融公司、日本明治生命保险公司、荷兰金融发展公司 4 家外资股东。公司向 4 家外资发行 1.992 亿新股，每股为 5.25 元，新华人寿股本金由此增至 8 亿元。翌年初，再通过将资本公积金中的溢价认购股份的 4 亿元转为资本金，从而增至 12 亿元。此时，外资合计持股达金融机构外资持股上限的 24.9%。

但是，关国亮控制公司后，新华人寿原大股东出现一番调整，之后“新产业系”保留了 9% 的新华人寿股份。此外，中国中小企业投资公司亦从“新产业系”获 7.51% 的股权。据悉，这两部分股份事实上为代持，最初属张宏伟、关国亮二人，但后来均由关国亮所控：其中的 9% 在 2006 年春由关国亮处置，转手上海亚创投资有限公司套现；之后重庆民营企业隆鑫集团和海南格林岛投资有限公司，经辗转分别获得了 10% 及 7.51%。隆鑫的股份实际上由关国亮“说了算”；

海南格林岛曾属隆鑫，但实际上已经成为关国亮的私产。“东方系”通过东方实业和东方集团占股 13.04%。此外，来自哈尔滨的北亚集团（上海交易所代码：600705）2001 年曾从“东方系”的黑龙江龙涤集团受让股份，目前仍存 6%。

董事会内的股权争斗与变更频繁。新华人寿的大股东之一宝钢与关国亮关系紧张，在 2006 年新华股东矛盾异常尖锐时，关国亮曾派人赴上海说合，遭到宝钢断然拒绝。关国亮随后发动其盟友收购宝钢所持新华人寿股份，这一提议同样遭到宝钢坚拒。苏黎世保险当初以战略投资者身份入股，由于股份少而不具备财务投资人的发言权，但当关国亮筹建新华控股时，关国亮没有考虑外资伙伴苏黎世，而是与其他新投资人洽谈，包括美国国际集团（AIG）董事长格林伯格个人持股的 CV 斯塔公司。2004 年年末，苏黎世保险通过受让国际金融公司、荷兰金融发展公司的股份，苏黎世在新华人寿持股跃居 18.9%。

公司内部分裂明显，2005 年 12 月，新华人寿董事会三年任期届满，新华人寿的国有和外资股东认识到推进董事会改选，但关国亮控制了大多数董事席位，换届选举迟迟不能正常举行。2006 年春，关国亮将其控制的新产业的 9% 的股权转让给上海亚创后，在股权比例上，反对关国亮的阵营第一次获得了数量优势，但在任期已告届满的董事会 15 个席位中，关国亮可控席位仍是绝对多数。公司内部“挺关”一方和“倒关”一方在 2006 年 7 月底召开的新华董事会上僵持不下。“倒关”方要求在 9 月 2 日召集临时股东大会以选出新的董事会，“挺关”方则提出股东大会在 9 月 10 日召开，并提出应采用累积投票制而非简单多数制进行换届选举。最终在保监会的干预下，双方均未按原计划召开股东会。同时，对关国亮的举报已上达国务院。保监会官员表态：希望新华董事会换届平稳过渡，希望有实力的企业成为新华人寿第一大股东。据悉，在 9 月 21 日新华董事会召开前一天，保监会官员曾与关国亮“沟通”，但后者显然没有让步，事态比保监会想象的要复杂。9 月 23 日，保监会官员突然开始对新华人寿进行“例行调查”，关国亮配合调查，工作暂时移交总裁孙兵。

在关国亮接受调查前，北亚集团董事长刘贵亭于 2006 年 6 月因涉嫌经济犯罪被捕，北亚持有的大部分新华人寿股权被冻结。2006 年 11 月，陷于资金和诉讼危机的北亚集团被迫拍卖新华人寿部分股权，这部分股权达 2 163 万股，约占新华人寿总股本的近 2%。本应四处筹钱偿还所欠公司债务的关国亮，居然

派人参与了这次拍卖，开出每股 6 元的竞拍价。然而最终，来自上海的一家企业以每股 6.60 元的最高价夺走了这部分股权。

新华人寿由于关国亮长期将自己的权利凌驾于董事会之上，经历 2005 年以来的一系列风波，新华人寿已连续两年未能出具财报，也无法正常选举新一届董事会。一份提交保监会的报告显示，2005 年新华人寿偿付能力充足率仅为 61.32%，属于“偿付能力严重不足”。依据《保险公司偿付能力额度及监管指标管理规定》，偿付能力充足率小于 100% 的保险公司均为重点监管对象。保监会曾于 2006 年 6 月向新华人寿下发《监管函》，明确指出：“在你公司偿付能力额度达到我会规定之前，不得向股东分红，不得增设包括营销服务部在内的分支机构。”

在业内看来，新华人寿自 2000 年以来的高速增长及其带来的巨额保费收入，掩盖了内部人控制、违规投资和偿付能力不足等一系列问题。当 2006 年 9 月关国亮接受调查之后，失去了合法性权力中枢的新华人寿，其长期被掩盖的内部危机已渐次暴露，2007 年一季度保费收入为 77.5 亿元，比上年同期增长 1.53%，远低于同期增速近 20% 的行业平均水平。

相关链接：保监会出面回购新华人寿的股权^①

2007 年 1 月 20 日召开的全国金融工作会议上，温家宝总理点名新华人寿——这似乎是多年来第一次在全国金融会议上点名批评保险公司。1 月 21 日，保监会主席吴定富在保险工作会议上指出，新华人寿成立以来，在长达 8 年的时间内，存在着资金违规操作、账外运作、虚增利润、财务和审计一路“绿灯”等问题，“发生问题的根源除了股东素质、制度缺陷、独立董事不独立等因素，核心问题是治理结构的问题”。

2007 年 5 月 18 日，新华人寿的 15 家股东收到了来自中国保监会的一则书面通知。通知称，中国保监会首次将动用保险保障基金购买隆鑫集团有限公司 10%、海南格林岛投资有限公司 7.51%、东方集团实业股份有限公司 5.02% 所持新华人寿的股权，共 2.7 亿股。

^① 《保监会首次动用保障基金购买新华人寿股份》，http://www.cnstock.com/homecjzg/2007-05/28/content_2188794.htm。《新华人寿战记》，《财新周刊》，2010 年第 4 期，2010 年 1 月 18 日出版。

这是保险保障基金自 2005 年成立以来的第一次运用。此次股权定价为每股 5.99 元,较之原股东当年平均 3 元的入股价有近 1 倍的增幅。购买总共动用保险保障基金超过 16 亿元。根据公开资料,三家股东获得现有股权出资合计约 8.28 亿元。与保险保障基金 16.19 亿元的出价相比,还有 8 亿元左右的溢价。

完成收购之后,保险保障基金占 22.53% 的股份;苏黎世保险公司、博智资本公司、国际金融公司三家外资共占 24.9% 的股份;宝钢受让神华集团股份后占 17.27% 的股份;上海亚创控股有限公司占 9% 的股份。上述股东合计持股 73.7%,超过三分之二,在选举新一届董事会时拥有绝对的话语权。

2009 年 11 月,在国务院特批之下,保险保障基金才将其所持有新华人寿 38.8% 的股权转让给中央汇金投资有限责任公司。2009 年 12 月,汇金公司才以 40 亿元的价格正式入主新华人寿。至此,董事会换届才重上议事日程,新华人寿在形式上实现了治理结构的重建。

2009 年下半年,新华资产的股权调整终于获得进展。10 月 28 日保监会公告称,已经批准新华资产管理公司修改章程,其股东由此前的 6 家减少为 4 家,新华人寿收回了重庆隆鑫集团和海南格林岛持有的各 100 万股股份,目前在新华资产持股比例提高至 97%。新产业、北亚实业、东方集团仍各持股 1%。

2009 年 12 月 28 日,新华人寿保险股份有限公司(以下简称“新华人寿”)组建了延迟已久的新一届董事会。紧接着,2010 年 1 月 14 日,掌管着新华人寿约 1 800 亿元资产的新华人寿资产管理公司(以下简称“新华资产”)确定了新任管理层。一个董事会长期缺位,由管理层、股东乃至监管者共治的时代结束了。

重点案例分析:国美电器管理层股权之争^①

案例概述:

2008—2011 年国美电器控股有限公司内部的股权控制权之争一波三折,上市公司内部大股东、高层管理团队、第三方投资机构等各方在管理层收购内部股权过程中均扮演了经典的角色,从而引发了对“中国式 MBO”的种种争议,也从多种角度来反思股权激励、家族式经营、现代企业治理及资本博弈之间的矛盾关系。

^① 和讯网《陈晓与黄光裕角力董事会》专题, <http://news.hexun.com/2008/hgybj/>。凤凰网《国美电器在北京起诉陈晓》专题, <http://tech.ifeng.com/it/special/controlgome/>。

国美电器控股有限公司于2009年1月18日在中国香港交易所网站发布公告称，黄光裕辞去国美电器董事职务并于16日生效，他作为国美主席的身份同时自动终止。陈晓获委任为国美电器主席，同时担任国美电器行政总裁，委任于16日生效。

公告说，由于黄光裕的行政职务于2008年12月23日起暂停，公司认为黄光裕辞去董事职务不会实质影响国美电器的业务及营运。鉴于黄光裕已辞去公司董事职务，国美电器已终止其与公司订立的服务合约。公告表示，国美电器已任命魏秋立为公司执行董事，魏秋立和另一位董事王俊洲将作为黄光裕私人代表，按董事会指示签署相关文件。国美电器股票于2008年11月24日开始在中国香港交易所停牌。

新闻调查可以从如下两个路径来展开。

第一个路径，调查分析黄光裕与陈晓关于国美控制权的争斗的核心内容，以及对上市公司未来发展的影响。

第二个路径，分解董事会成员（黄光裕夫妇、陈晓和管理层、贝恩资本、陈大中等）在这场控制权争斗中的角色、权重（包括股权的变更）与作用。

1) 黄光裕因非法经营罪被判刑收监

2008年11月9日和26日，黄光裕和其兄黄俊钦分别被警方带走调查，涉嫌操纵股市、违规贷款。2008年11月28日下午，证监会称：“2008年3月24日和4月28日，证监会对联商社、中关村股票异常交易立案侦查，调查过程中发现北京鹏润投资有限公司有重大违法违规嫌疑，涉及金额巨大，证监会已经将有关证据资料移送到公安机关。鹏润投资的实际控制人正是黄光裕。”

2010年5月18日，黄光裕案一审宣判，北京市第二中级人民法院认定黄光裕犯非法经营罪，判处有期徒刑8年，没收财产人民币2亿元，犯内幕交易罪，判处有期徒刑9年，罚金人民币6亿元，犯单位行贿罪，判处有期徒刑2年，三罪并罚，决定执行有期徒刑14年，罚金人民币6亿元，没收财产人民币2亿元。同时，黄光裕之妻、中关村原监事杜鹃因内幕交易罪获刑3年6个月，并处罚金人民币2亿元。杜鹃已取保候审5个月，判决后当庭收押。曾为中国首富的黄光裕，和妻子杜鹃两人将面临总计10亿元的巨额罚没处罚。据悉，这是新中

国成立以来判罚个人罚金数额最高的。2010年8月30日，北京市高级法院对黄光裕系列案作出二审宣判，黄光裕三罪并罚被判14年，以及罚没8亿元的判决维持不变；而其妻子杜鹃被改判缓刑，即被判处有期徒刑3年缓期3年执行，并当庭释放。

2) 管理层进行内部股权收购，黄光裕明确反对

2009年7月7日晚间（距离黄光裕被警察带走8个月——笔者注），国美公布了股权激励方案的细节。11位公司高管及其他员工总共105人获得3.83亿股国美股权，其中11位高管获得1.255亿股，总裁陈晓获得2200万股。这些股权的行权价格为1.9港元，根据方案，受激励人员一年后方可开始分批行使购股权，每年可行使25%，计划分4年完成。国美的此次股权激励计划得到了管理层的高度认可。不过该公告发布次日，国美电器股价下跌4.21%，高于恒生指数0.79%的跌幅^①。

同时，陈晓在接管国美后通过压缩规模、大量关闭门店的方式经营国美，2010年一年时间国美关闭了189家门店。

知情人士表示，在位时缺乏股权激励制度一直被认为是黄光裕遭遇高管团队“集体倒戈”的重要原因。但是，陈晓的股权激励方案在大股东黄光裕看来却不合法：首先，股权激励政策应该与大股东的利益关联。其次，国美管理层应该与大股东沟通。

黄家已经在二级市场增持国美电器股票，并高调宣布将继续增持，业内人士分析这种表态意在宣布持久作战的姿态。2010年8月24日、25日，黄家宣布已经增持占比例为0.8%的1.2亿股国美电器。杜鹃于8月30日被当庭释放后，黄家宣布还将视具体情况进一步增持。这种信号被市场认为“释放了更为强硬的姿态”。

黄光裕大股东代表人士对媒体表示，在特别股东大会召开前，大股东将视具体情况，根据联交所的相关规定进一步在场内或场外增持本公司股票。按港交所的规定，单一大股东每年可在市场增持不超过总股本2%的股票，超过部

^① 《黄光裕方面：推出股权激励尚无时间表》，《每日经济新闻》，http://jjckb.xinhuanet.com/2010-09/03/content_256700.htm。

分即触发要约收购的相关规定。

同时，国美董事局主席陈晓已经宣布了详尽的五年发展规划，而黄光裕方一直未有具体的下一步发展策略。对此，大股东代表人士表示，使国美电器在2015年成为全球备受尊敬的家电连锁企业的发展战略和发展目标是国美早在2007年年初就已制定实施的，而具体发展策略将在适当时机系统阐述。

国美电器方面重新提出扩张计划，表示从2010年9月起，国美电器将步入有效网络的扩张阶段，8月全国开业门店将达160家，其中包括新开门店70家，升级改造90家。其中，京津唐、大上海、四川、广东和山东五地是网络扩张的首要地区。业内人士表示，陈晓选择在临时股东大会召开之前宣布改变“关店增效”的经营战略，此举无疑是回应黄光裕方面对现任团队的质疑，同时也希望能重新提振投资者的信心以获得支持。

3) 黄光裕与陈晓团队发起争执，投资类股东支持后者

2010年8月5日，国美向中国香港高院递交诉状，对公司的间接持股股东及前任执行董事黄光裕进行法律起诉，称其在2008年1月、2月回购公司股份中违反公司董事的受信责任及违反信托责任，故寻求赔偿。

接讯后，2010年12月3日，黄光裕通过独资拥有（国美电器主要股东）发出信函，要求国美举行临时股东大会，其中一项重要的动议就是要撤销现任国美执行董事及董事局主席陈晓的职务，在信函当中，Shinning Crown 指称近一年来国美业绩下滑，是由于“陈晓先生领导的董事局管理不当”，由此提出动议，不仅要求撤销公司股东周年大会通过的一般授权，还要求撤销陈晓的公司执行董事及董事局主席职务，撤销孙一丁的公司执行董事的职务，但保留他为公司行政副总裁职务。黄光裕同时提名胞妹黄燕虹及邹晓春为国美执行董事。

对此要求，国美董事会坚决反对黄光裕的要求，国美发表声明称：“陈晓先生一直以来都是一个出色的有感染力的领袖人物，我们相信在陈晓先生的领导下，国美在持续增长的中国市场中有着巨大的发展潜力。”董事会认为撤销发新股的授权同时撤销陈先生及孙先生的职位将再一次对公司业务的稳定和持续发展造成严重的破坏，极大限制了管理层获取资本的灵活性，并限制了公司未来的发展潜力，进而导致公司在极具竞争的市场环境里与竞争对手相比处于明显

的劣势。此外，国美董事会同时认为黄先生提名的董事候选人根本不具备陈晓及孙一丁深厚的相关经验和行业普遍认可的领导力。

国美总裁王俊洲认为，黄光裕的行为是令人失望之举，并认为陈晓“一直以来都是一个出色的有感染力的领袖人物，是值得信赖的同事和亲密朋友”。国美董事会独立董事孟宁也表示，董事会全体团结一致，并相信上述行为是单一股东个人利益驱动，缺乏正当理据，是不明智和不受欢迎的。有内部人士指出，股权激励计划覆盖了大部分的国美管理层，通过激励机制可以使管理层员工的利益与公司 and 股东的利益得到根本性的统一。

作为战略投资、国美大股东的美国贝恩资本则指出：“我们对国美是长期投资，并有意持续支持现任管理层和公司为保障股东、员工和客户的利益的行动。我们相信在陈晓先生的领导下，国美在持续增长的中国市场中有着巨大的发展潜力。”

2010年9月2日，黄光裕大股东代表人士表态，将建议董事会优化和延展股权激励方案，并分期适当扩大激励规模，让更多国美员工分享企业发展所带来的成果。

2008年8月30日，黄光裕妻子杜鹃被改判缓刑，即被判处有期徒刑3年缓刑3年执行，并当庭释放。当天，国美董事会公告，如果大股东（黄光裕）的动议在特别股东大会上得不到支持，那么大股东（黄光裕）控制的300多家非上市门店将从国美电器中分家。此前，在国美电器发布中期业绩时，黄光裕方面表示，非上市门店的业绩好于上市门店。

对于黄光裕的“威胁”，国美电器认为黄光裕的这种做法是“旨在巩固黄光裕的单一股东的权益，不惜去破坏整体股东价值”。国美发言人明确指出，这是黄光裕对公司发出了最后通牒，“但对我们而言，这并不存在实际的威胁。”该人士指出，取消上市公司与非上市公司之间的若干管理协议，国美将可集中资源投放于具有更好盈利能力的其他方面。国美董事会方面还称，非上市门店如独立，将面临重新招兵买马、渠道铺设、消费者权益难以得到保障等问题。外界揣测，黄光裕此举是为收回国美商标做准备，目前，国美电器的商标归黄光裕所有。如果在特别股东大会落败，那么他将收回国美商标使用权。

对此，国美新闻发言人回应，国美商标由上市公司和非上市公司共同使用，尽管目前授权直到 2014 年，但届时商标使用会自动转续。如果黄光裕要求收回商标，则董事会方面已咨询相关方面律师，将保留法律诉讼的权利。

4) 投资类股东成为“决定一票”

据接近国美大股东的人士称，2010 年 9 月，黄光裕的代表邹晓春将以国美电器（0493.HK）“提名董事”身份，率大股东团队赴中国香港与包括众多机构在内的投资者见面，向投资者传达公司创始人、大股东的意愿。除与众多机构投资者见面外，近期，邹晓春还将以国美电器“提名董事”的身份，接受内地、中国香港多家媒体的采访。

国美方面也不示弱，有消息称即使不计贝恩资本的股权和陈晓的个人股权，目前已有持股 20%~30% 的机构投资者支持现任管理层。此前有消息称包括摩根士丹利和摩根大通都“明确表态支持现任管理层”，不过消息随后遭到了两家投资机构的否认。

国美随即宣布，国美集团向全球数百厂家发出 300 亿元的采购招标函。

2010 年 9 月 28 日，国美电器特别股东大会在中国香港举行。19 时 20 分，国美总裁王俊洲在中国香港富豪大酒店公布本次特别股东大会投票结果：除“董事会一般授权”被取消外，黄光裕家族提出的其余 4 项决议均未获通过。国美董事局主席兼执行董事陈晓留任；邹晓春、黄燕虹未能成为执行董事；贝恩资本 3 名成员留任非执行董事。但是，取消董事会增发授权这条决议获得通过后，黄光裕家族不再担心大股东股份被摊薄。彼时黄光裕家族持有 32.47% 的国美股份，仍然是国美第一大股东。

据悉，本次股东大会后，贝恩资本代表人竺稼在北京与黄光裕妻子杜鹃见面。贝恩资本与国美公司的合作已有数年之久。2009 年 6 月 22 日，贝恩资本投资 16 亿元人民币“拯救”濒临破产的国美电器集团，获得了国美电器 9.98% 的股权；至 2010 年 9 月这笔投资市值已增加到 38.4 亿元，贝恩资本的收益率超过 140%。现在，贝恩资本在 11 人的国美电器董事局中拥有 4 个席位。

贝恩资本的获益与国美股价直接相关。以国美 2011 年 3 月 9 日 2.77 港元收盘价计算，不计贝恩资本的债券利息收益，贝恩资本投资国美电器的股权目

前价值为 45.17 亿港元，按贝恩资本与国美电器的转债利率协议，国美电器付息两次，贝恩利息收入约 1.8 亿港元。以贝恩资本在国美电器 18.04 港元投资计算，目前贝恩资本净赚 28.93 亿港元（约合人民币 24.35 亿元），投资近两年收益率达 1.6 倍。

2010 年 10 月 19 日，黄光裕代表表示原先支持陈晓的贝恩资本态度发生了变化。同时，黄光裕、陈晓的内战似乎开始变成了和谈：当年 11 月 10 日，国美发布公告称黄光裕、陈晓双方已达成谅解备忘录，董事会同意邹晓春和黄燕虹进入，前者担任执行董事，后者担任非执行董事。董事会成员将从 11 人扩增至 13 人。二人均由黄光裕方面提名，若议案顺利通过，则黄光裕一方代表将正式进入国美决策层。

2010 年 12 月 17 日，国美电器再举行特别股东大会，高票通过大股东黄光裕的代言人邹晓春、黄光裕胞妹黄燕虹分别出任执行董事和非执行董事，国美董事局人数由 11 人增至 13 人。公告显示，邹晓春、黄燕虹分别以 93.28% 和 92.74% 的赞成票顺利过关。黄光裕和国美管理层方面均对这一结果表示欢迎，但对于国美电器控制权问题，双方均不做表态。国美电器股价 12 月 17 日逆势走强，上涨 8.07%，报收 3.08 港元。

5) 杜鹃回归重组董事局，陈晓退出

国美在 2011 年 2 月对外发布 2011 年经营战略时已经出现了引人关注的变化，国美强调 2011 年将重回高速扩张开店的路线，而是否保持高速扩张战略正是此前黄光裕与陈晓的重要分歧。2011 年 3 月初国美股价已经大幅上涨接近 15%。

中国香港证监会于 2011 年 3 月 3 日发布的新闻稿表示，中国香港高等法院已更改对国美前主席黄光裕的妻子杜鹃作出的临时强制令。黄光裕夫妇 83 亿港元的股票资产已解除冻结，目前国美主要由黄光裕妻子杜鹃主持大局——黄光裕夫妇通过两家公司拥有国美 25% 的股份，两家公司市值大约为 100 亿港元，在黄光裕和其妻被拘押时，冻结的只是 16.55 亿港元的资产。这意味着杜鹃至少有 83 亿港元的股票资产可动用。

2011 年 3 月 7 日，有消息称“昨日有媒体报道称，国美董事会主席陈晓将

退出”。而当天国美电器没有对此澄清。2010年年底，在清华大学的一个沟通会上，陈晓表示，中国的职业经理人“非常冤屈”，并称将在国美公司治理完善之时离开。同月初有消息称，国美电器行政副总裁孙一丁将辞去国美电器执行董事一职，保留行政副总裁职位。

据中国香港联交所资料发现，截至2010年7月27日，陈晓共持有208 061 228股国美股票，占比为1.38%，按照当时2.79港元的收盘价计算，陈晓手中的股票价值约为5.8亿港元。根据国美电器2010年8月底公布的半年报显示，陈晓持国美约1.51%的股票，加上在国美收购永乐电器中的收益，陈晓目前至少有超过10亿元的资金。

2011年3月9日，张大代替陈晓担任国美董事会主席，陈晓离职。国美股价早盘一度上涨6.5%，触及2.95港元，最终以2.79港元报收。

2011年7月中旬，零售洞察力与咨询公司Kantar Retail发布了2010年度全球Top50零售企业榜单，国美集团以185.94亿美元的总销售额上榜，成为唯一入选的中国零售业品牌。榜单显示，国美电器过去5年的复合年均增长率位列全球第五，而在未来5年的发展预期中，国美电器的复合年均增长率仅次于美国亚马逊、苹果及韩国乐天。

至此，国美公司管理层股权收购宣告失败。

2011年6月21日，国美电器控股有限公司日前向北京市第二中级法院递交诉状，以合同违约对国美前董事局主席陈晓提起诉讼。目前，该案由北京市第二中级人民法院正式受理。国美官方称，陈晓严重违反早前与国美签订的《协议》约定，向某财经媒体记者发表对国美不真实或误导的言论，并于5月10日在报纸头版上以《国美事件再露面，陈晓大爆国美财务漏洞》的标题刊登，对公司的声誉、经营活动等造成了经济损失。为此，国美为维护公司的名誉及利益不受恶意伤害，并保护本公司与全体股东的利益，就陈晓合同违约行为依法向人民法院提起诉讼。公司还将就陈晓不实言论等侵权行为，进一步追究其相关法律责任^①。

2015年1月，国美第二大股东贝恩资本在投资国美5年后，选择“清仓”套现离场。粗略估算，此次贝恩资本投资国美的投资回报率约11%。

^① 《国美诉陈晓合同违约并将追究不实言论法律责任》，<http://tech.qq.com/a/20110621/000420.htm>。

6) 外界评价

外界评价主要针对两个话题。其一，焦点集中在国美大股东黄光裕即公司所有者与职业经理人陈晓之间的经济与道德利益纷争，“倒陈”派认为“经理人”的身份类似于“保姆”，尤其在“主人”缺席之际不能越俎代庖，违背“信托责任”；“挺陈”派认为陈晓管理层团队对国美企业的发展功不可没，理应获得应有的尊重与激励，但是中国商业环境不允许职业经理人独当一面。其二，评价认为陈晓离职原因实际是资本博弈的结果，“投资人”成为公司发展的决定性因素，公司资产是否增值为唯一的博弈目标^①。

第四小节 行业竞争的新闻报道

行业竞争的方式反映中国市场经济的成熟程度，既包括传统的价格与营销的竞争，这是一种恶性竞争，也可以称为“零和博弈”或“非合作博弈”；还包括创新性产品和市场领域的竞争，这是一种良性竞争，也可以称为“正和博弈”或“合作博弈”。

合作博弈是研究企业达成合作时如何分配合作得到的收益，即收益分配问题，而非合作博弈是研究人们在利益相互影响的局势中如何选择决策使自己的收益最大，即策略选择问题。

两种竞争模式的重要区别在于合作博弈强调联盟内部的信息互通和存在有约束力的可执行契约。信息互通是形成合作的首要前提和基本条件，能够促使具有共同利益的单个局中人为了相同的目标而结成联盟。因此，人们在研讨合作博弈时，往往更注重强制执行的契约，这是合作博弈的本质特点。

零和博弈强调的是单方利益，是一方吃掉另一方，一方的所得正是另一方的所失，整个社会的利益并不会因此而增加一分。零和博弈主要的局限性如下。一是在各种社会活动中，常常有多方参与而不是只有两方；二是参与各方相互作用的结果并不一定有人得利就有人失利，整个群体可能具有大于零或小于零的净获利。

^① 《陈晓离职引发网络大讨论》，<http://stock.jrj.com.cn/2011/03/1107239419899.shtml>。

企业之间的任何一种经济行为（市场交易）的分类可以分为零和游戏、负和游戏或正和游戏，完全取决于如何定义利润和亏损。

例如，中国重型机械产业中两大企业三一重工和中联重科之间的行业竞争，这两家企业在产品质量、营销方式和政府关系等各方面展开非正常的激烈竞争，双方工作人员不惜恶语相向、大打出手，被称为“中国式竞争”^①。

第五小节 企业规模经济的新闻报道

追求规模效益通常是企业发展的既定目标。在特定的限度内，当企业规模扩大后的产量的增速大于生产规模扩大的增速，同时，单位产品的成本（平均成本）反而会逐渐降低，这种现象即规模经济，或称递增的规模效应，并为企业，特别是资本密集型企业带来了竞争的优势。规模经济系统有可能是一个包含了市场性质、投资和资源使用，以及产品的需求数量、产品的创新特点和人力成本等因素的多元系统。

规模经济也是企业通过外部扩张所获得的发展模式，主要表现为投资式行为，如“多元化经营”、“兼并重组”或其他类似的方式。这在中国企业中相当普遍。同时，规模经济也可以看成一种企业内部的经济发展的结果，企业充分利用各种内部资源，发挥其效率，获得规模经济的效益——充分满足生产条件的技术要求，从而获得成本最小化效应，达到企业降低成本的目的。根据这样的过程可以判断出企业的技术条件和生产量之间的配置是否适应现实条件，同时是否高效——这种内部经济规模的现象是企业扩张的必需条件。

有不少企业以做大、做强作为企业的战略目标：“大”意味着扩张的生产或经营的规模；“强”意味着高市场控制力，但从结果来看，二者似乎并没有直接关系，这是因为“有规模”却“不经济”，“规模经济”是指经营规模，而并非生产规模，只有达到规模经济的效应才有可能达到市场势力。

中国德隆系的多元化规模扩张经营的失败案例可谓中国企业追求规模经济的典型事例。

^① 《中国式竞争》，《财新周刊》，2013年11月4日出版。

重点案例分析：德隆系“金融产品供应商”案^①

案例概述：

1996—2004年，德隆集团进行多元化的规模经营，通过实业经济和金融经济扩张德隆产业。随着规模的膨胀，集团内部现金流出现巨大空隙，唐万里、唐万新兄弟便利用其建构的金融系统为某些大型国有企业进行委托理财业务，实则以此作幌子为集团解决现金流，同时参股地方商业并挪用其资金，最终因银行紧缩贷款和连环债务造成资金链断裂，使得德隆系股票价格大跌，引发一场牵连100多家实体企业和金融机构生存的市场危机。

2004年4月12日至21日，中国股市知名企业集团组合“德隆系”三只股票“新疆屯河（600737）、合金投资（000633）、湘火炬A（000549）”跌幅分别为46%、42%和42%，流通市值共缩水61亿元。当天，德隆集团董事局主席唐万里还在媒体上为自己进行辩护，他认为德隆相当部分产业的投入与产出并不成正比，还处于产业培育期，需要一个较长的过程，但他认为德隆系有两个大的问题要反思：一个是经营上主业欠缺，德隆有限的资源使产业扩张速度过快，这种情况下很容易使风险和危机失去控制，以及放大；另一个是德隆的股价过于起起落落，结果损害了社会形象，现在看来应该顺应市场自身的价值规律。

自此，德隆系股票崩盘导致“德隆系”陷入整体失控，德隆控制的众多金融机构大量委托理财等以百亿元计的规模贬值，进而造成德隆系整体信用彻底坍塌，包括银行在内的各地债权人纷纷保全资产，拖累德隆控制的实业资产也陷入困境。

2004年7月18日，央行金融稳定局开始调查“德隆系”的核心人物唐万新。2004年8月8日，中国人民银行负责处理德隆危机的有关负责人口头通知唐万新等德隆管理层人士，有关德隆债权债务的一应事务，将交由华融资产管理公司处理。据悉，德隆的15家债权银行同样接获此通知。唐万新已在近日正式被“监视居住”。

^① 《财经》杂志的文章《谁来重组德隆金融迷宫》（2004年8月5日出版）、《华融承当德隆重组，唐万新被监视居住》（2004年8月20日出版）、《德隆无秘密》（2005年6月13日出版）、《唐万新获刑》（2006年5月15日出版）、《产业整合背后的神话》（2006年1月9日出版）、《德隆神话终结》（2008年4月10日出版），以及《唐万里：德隆集团绝对不会就此销声匿迹》（《证券时报》2004年4月22日）、《德隆唐万新昨获刑8年》（2006年4月30日）、《德隆公司简介》（[http://money.163.com/economy2003/](http://money.163.com/economy2003/editor_2003/040917/040917_230074.html)editor_2003/040917/040917_230074.html）等。

2006年4月29日，武汉市中级人民法院一审判决，唐万新因操纵股价罪被判处有期徒刑3年，因非法吸储罪被判处6年零6个月，两罪并罚共获刑8年并处以个人罚款40万元；而新疆德隆和德隆国际则分别被宣判处以罚款50亿元。据检察机关的指控，德隆系企业主要涉及三宗罪：非法吸收公众存款、操纵证券交易价格、挪用资金。2006年1月20日，德隆主案审理在武汉中院开庭。德隆国际、新疆德隆、上海友联被控非法吸收公众存款罪、操纵证券交易价格罪、挪用资金罪；唐万新被控非法吸收公众存款罪、操纵证券交易价格罪。此前，法院已对德隆旗下的几家证券公司和信托机构非法吸收公众存款进行了公开审理。据介绍，德隆主案是新中国成立以来涉案金额最大的一起金融证券案，涉及20多个省市区、2500多家机构和32000多名个人。

新闻调查路径如下。第一个路径是尝试还原德隆系的各个金融机构、实体企业及相应金融产品之间的关联；分析德隆系是如何利用控股或参股、兼并收购、委托理财等手段积累资金、转移资金和债务的。第二个路径是调查分析德隆系是如何将实体产业和金融产业融合而成为一个庞大的规模化集合体系的，并分析促使德隆系全线崩溃的链条是如何发生作用的。

1986年，乌鲁木齐市新产品技术开发部和天山商贸公司先后成立，从事彩相冲扩、服装批发、食品加工、计算机销售等业务；1992年，注册成立新疆德隆实业公司，成立新疆德隆房地产公司，开始进入娱乐、餐饮和房地产投资等领域；1998年，成立深圳明思克航母世界实业有限公司，建成大型军事主题公园——“明思克航母世界”；2000年1月，在上海浦东注册成立德隆国际投资控股有限公司，注册资本为人民币2亿元，控股新疆德隆集团和新疆屯河集团；同年8月，更名为德隆国际战略投资有限公司；同年10月，注册资本增至5亿元。截至2004年，德隆集团旗下有177个子公司和孙公司。据德隆集团提供的一份内部组织结构表明，这些子公司和孙公司中有30个左右分别依附于以上市公司为主要产业平台的产业体系上，其他则在体外循环。经营的业务涉及农业、食品加工、汽车零配件、金属材料、电动工具、种业、矿业开发、文化旅游、水资源开发等领域。

1) 实业发展成为德隆的现金提款机

1998—2000年，德隆系进行庞大的“产业整合”：依托“老三股”展开，

形成了以食品饮料加工、汽车配件、电动工具、水泥为四大支柱、下辖子（分）公司逾百家的大型企业集团。德隆实业因此从各大银行借款 170 亿元的凭借所在。此外，德隆还斥资收购了数百家公司，所涉行业含番茄酱、水泥、汽车零配件、电动工具、重型卡车、种子、矿业等。收购之后，德隆旗下的非金融类公司则以理财、存款、拆借等名义调动资金救急，其中，从上市公司中调集 28 亿元，从非上市公司中调集 10 亿元。

但收购并未带来足够的持续性的现金流。主营电动工具的合金投资自 2000 年以后的业绩从来没有恢复到 1999 年德隆入主之初的水平；主营番茄酱的新疆屯河近年来的利润则始终在 5000 万～1 亿元之间来回波动；湘火炬的利润有一定增长，但业内有所存疑。业内人士认为德隆按产业链纵向整合的思路本身难言对错，但德隆不论银行、信托公司或汽车、农业公司，一律好坏通吃，粗糙收购加上不计成本的扩张，决定其最后整合的结果是难以产生正的现金流，反而泥足深陷，长期陷于资金饥渴症——湘火炬、合金投资、新疆屯河三家公司的债务规模在德隆入主后均大幅度攀升，各家对外担保额超过了净资产的 100%。

自 2001 年起，德隆无法借所控制的上市公司融资，也无法借由股票筹码的分散而兑现账面浮盈。2004 年 4 月，上交所公布了江苏兴澄、广东索芙特、德隆国际共同收购沱牌曲酒的公告。其中披露了德隆国际截至 2003 年 6 月 30 日的资产负债表：德隆国际的总资产额为 20 495 693 384.28 元，所有者权益为 1 879 801 556.15 元。按照这一数据，德隆国际的资本负债结构仅仅有 8% 的“资本充足率”。

德隆的扩张此后唯有通过扩大债务规模一途，对德隆来说，这条路最终通向控制金融机构。

2) 金融业的盲目扩张埋下现金流漏洞的巨大隐患

德隆主要通过“类金融控股平台”实现集团“金融产品供应商”及金融混业经营的扩张。当某企业需要一种综合金融服务时，德隆及其他与德隆有股权纽带关系的银行、信托、证券等各种机构就分别找上门去，以共同协作的方式进行所谓的“个性化定制”的一揽子综合金融服务。但是，业内人士称这种所谓的“混业经营”是一种假象，主要掩盖德隆系内部通过旗下金融机构之间的资金相互拆借和担保，并掩盖其资金的真实流向。

据不完全统计，事发前德隆控制的金融机构已逾 20 家，其中城市商业银行、证券公司、租赁公司、信托公司和保险公司各有若干，其掌握金融牌照之全、数量之多、全国之最，不过只有德恒证券、新世纪租赁、金新信托和南昌商业银行等被德隆实际控制；对于其余十多家金融机构的入股，德隆则采取了“利用多个具潜在关联关系的壳公司持股”或“委托其他企业代为持股”等隐秘的手法进行相对控制。

2001 年年底，德隆最早控制的金融机构，即早期最主要的融资机构——“金新信托”出现挤兑，无法兑付的客户资金高达 41 亿元之巨。“破产”应该是其唯一之举。但唐万新认为解救“金新信托”及“德隆系”于灭顶之灾的唯一办法是将“金新信托”正委托理财炒作的德隆所控制的三家上市公司股票做得更大。

2001 年 12 月 28 日，唐万新紧急召集了德隆 8 名董事参会，确定唐万新亲自主管德隆金融枢纽——“上海友联”。“上海友联”的前身是上海友联经济战略管理研究中心有限公司，于 2001 年 6 月 5 日由“原重庆证券”、“金新信托”注资在上海成立。

为缓解现金流紧张的困局，以及更加方便地调动资金，唐万新全面动员德隆自高层上下大肆收购新金融机构，至 2002 年年底，德隆已经控制了德恒证券（原重庆证券）、恒信证券、健桥证券、中富证券、三江源证券、伊斯兰信托和大江国投德隆系 7 家金融机构。这些机构都由“上海友联”统一管理。至 2004 年 8 月案发前，上海友联已收购或管理 20 家金融机构。上海友联对旗下金融机构的控制遍及战略、人事、财务。比如，上海友联可以“应各企业要求”向各企业推荐董事长、总经理及监事长、财务总监等核心管理人员。各金融机构的战略规划部、人力资源部和财务部等几个主要部门，都直接与上海友联的相关部门衔接并向其汇报，每个机构还有一名高管，总体负责和上海友联的衔接。

收购的金融机构越多，业务扩张越快，现金流的需求也就越多，如果不及补时，则现金流将随时出现“缺口”。据称，2002 年 1 月—2004 年 4 月 15 日（德隆系股价崩溃之日——笔者注），上海友联几乎每天都要召开“头寸会”，即德隆内部的资金调度会。德隆根据每个金融机构当天的风险程度逐笔拍板，以决定哪一笔头寸解决哪一笔危机，传言称“精确到每一块钱”。“头寸会”使唐

万新能迅速地在旗下数家金融机构自如转移资金，以应付各个机构之间的内部现金流的危机。

“头寸会”解决了内部资金的流动，但是德隆系内部的资金总量处于越来越紧的状态。从2002年开始，“固定保底收益”的资产管理业务在上海友联的控制下，成为各证券、信托等公司最主要的业务，这其实是德隆旗下各金融机构进行快速融资的主要手段。“固定保底收益”有国债委托理财、三方监管、委托理财三种，共同点是对客户承诺保底收益，一般年利为12%~15%，有时高达22%。一般与客户签订的委托合同分为主合同和补充协议，在主合同中不体现任何承诺保底收益，以规避监管。在唐万新的主持下，上海友联设计了一个庞大的“拉”资金计划。一张全国18 732家年销售收入5 000万元以上的企业名单，作为重点客户按地域分配给了德隆旗下数家金融机构。友联根据自身控制金融机构营销网点分布情况，首先确定长三角、珠三角、环渤海湾及成渝地区的749家上市公司和集团作为第一批目标市场和客户，同时对各金融机构分配了具体的上市公司拜访任务。其中，分配德恒证券330家、恒信证券80家、大江信托66家、伊斯兰信托283家。为激励各公司积极开展业务，友联还制定了奖励基金以奖励公司高管团队；如果达标，则融资额在40亿元以内者将提取1%，40亿元之者则提取1.5%。这是一套成本高昂的激励机制。根据上海立信长江会计师事务所专项审计，仅德恒证券批准的中介费即达1.26亿元，而其他理财费用计1.397亿元。所谓中介费，系支付给中介方的费用，理财费用系支付公司委托理财业务人员的奖励费用。

德隆为了大规模地调动资金，还控股或参股了一系列城市商业银行，如昆明市商业银行、南昌市商业银行、长沙市商业银行，以及株洲市商业银行，并派驻董事和管理人员。许多城市商业银行的资产质量并不好，甚至可以说很差，但德隆并不挑剔。事实上，德隆以各种项目及关联公司之名，从城市商业银行套取资金。2003年上半年，德隆从西南某商业银行贷走十年期的长期贷款额超过2.5亿元。

2003年4月27日，中国银监会正式挂牌成立。由于德隆频繁参股各地的处于体制改革中的商业银行，因而引起了银监会的注意并展开了对德隆的调查。银监会事后还发现某城商行向德隆的贷款高达40亿元。

盲目扩张之下，德隆系控制的 20 余家金融机构形成了相互拆借资金、担保的复杂关系，进而构成了若干个“连环债务圈”，即指同一系统内众多机构通过拆借、转拆借、国债回购、委托理财及担保等多种方式形成的相互之间的三角债和连环债。最终由于德隆系上市公司的股价崩盘，而造成巨额的资金损失和关联债务，其中涉及大量的委托理财资金，包括个人理财资金。

2005 年 6 月 7 日，重庆检察院公诉书指控“截至 2004 年 7 月 27 日，德恒证券以开展资产管理业务为名，以承诺保底和固定收益率的方式，向 413 家单位和 772 名个人变相吸收资金 208.891 866 亿元，至案发尚有 68.086 12 亿元客户资金未兑付。”另外，2004 年 10 月 5 日，国务院有关“德隆系金融处置工作会议”的相关资料显示，整个德隆系统旗下金融机构负债高达 340 亿元。另据了解，至案发至少有 200 多亿元未兑付。

3) 德隆系崩溃

2003 年下半年，银监会对商业银行增资扩股引入股东发出明确要求，商业银行应重新要求股东自动申报关联企业及潜在关联企业入股银行的情况，申报从银行获得的各种形式贷款，不符合规定的自行清理。没有申报的，如果以后一经发现，则后果自负。

银监会的监管力度加大，对德隆的影响是立竿见影的。据了解，德隆于 2003 年间以湘火炬的名义设立汽车金融公司申请未被银监会批准；德隆对于南京某信托公司的控股计划亦未得银监会批准。2002 年后，各家银行逐渐形成全国联网的电子系统和数据，对关联企业贷款风险问题逐步为各家总行所重视。

2003 年 12 月 16 日开始，德隆频繁发布了股权抵押公告，用以套现融资。

2004 年 4 月 14 日，德隆系旗下的上市公司湘火炬（000549）、合金投资（000633）、新疆屯河（600737）股价均告跌停。这三家上市公司的股价，自 2003 年年底以来即步入缓慢但坚决的跌势，至 2004 年 4 月，股价已经跌去 30%~40%。4 月 15 日，在深交所上市的湘火炬和合金投资停牌一天，在上交所上市的新疆屯河未停牌，继续跌停。4 月 16 日，新疆屯河继续跌停，湘火炬和合金投资复牌后，继续跌停。而深沪股市大盘在上下震荡良久之后，以涨 14 点报收；4 月 17 日，德隆最高决策层经过三天的北京会议，刚刚形成了对内对

外的一致口径：德隆系股价的连续跌停，“并非崩盘”，“德隆投资的实业至今资产负债都是平衡的”，现在遇到的困难是“信用危机”，希望德隆上下“团结一致，共渡难关”。德隆及接近德隆的许多市场人士一直试图使人们相信，德隆在金融市场上扎的根太深、太广，影响面太大，所以“德隆不会倒也倒不起”。

在股价崩溃之前的最后阶段，德隆还在做最后的努力。有消息来源称德隆曾有意将合金投资与湘火炬作吸收合并，方案提交给了证监会，但未获受理。

2005年6月初，中央政府已然成立了以中国人民银行副行长吴晓灵和金融稳定局局长谢平为首的工作小组，并由与德隆相关的15家主要债权人银行组成债权人委员会，分别处理德隆的金融产业和公司债务问题。

德隆旗下上市公司法人股近期质押情况：2003年12月16日，湘火炬10 020万股法人股被质押给招商银行上海分行；2004年3月5日，湘火炬法人股3 733万股被质押给中信实业银行济南解放路支行；2004年3月31日，湘火炬法人股4 341万股被质押给中国工商银行乌鲁木齐市明德路支行；2004年4月5日，新疆屯河5 924万股法人股被质押给中国银行新疆分行；2004年4月7日，合金投资法人股4 363万股被质押给中国银行新疆分行。德隆手中目前仅剩2 400万股湘火炬法人股和4 200万股合金投资未质押。

4) 德隆系崩溃的原因分析

根据银行业监管部门自2002年年末以来长期的调查结果表明，德隆通过一百多家关联公司和有控制权的壳公司以互保、股票抵押等方式，在整个银行体系的贷款额高达200亿～300亿元。其中，德隆在四大国有商业银行的累计贷款近200亿元。如果再加上银行资金通过委托理财、证券公司三方委托贷款等渠道为德隆所用的100亿～300亿元资金，德隆占压银行资金总额高达四五百亿元！

从表面上看，德隆的银行贷款资金均有“正当项目”，但德隆明显把大量贷款用作了股权收购，而且大部分并无足额抵押，大量采用第三方信用担保——这种方式是银行业认为风险最高的贷款方式。国外银行把风险最高的贷款列为购买资产、偿还债务（以贷还贷）、股权投资。

2003年年初，一家金融机构的风险管理部门即对德隆系旗下四大上市公司

（新疆屯河、天山股份、湘火炬、合金投资）和三大控股集团（德隆集团、新疆德隆、屯河集团）做出系列财务风险分析报告，指出德隆系产业公司普遍存在重大财务问题，亦存在众多业绩疑点。德隆所谓的产业整合，是以连续的并购来实现资产规模、销售规模的迅速膨胀，但企业的还债能力、盈利能力均极其薄弱，根本没有体现出“整合”的价值；外界无从判断并购的成本是否合适，而德隆庞杂的胃口也让人怀疑它根本不可能逐次消化。

2004年4—5月，德隆为了掩盖从多家上市公司挪用的巨额资金，同时也防止各地委托理财客户启用司法程序冻结资产，把所投资的各个项目通过一系列资产转移合同，转回各个上市公司内部。但即使如此，各上市公司因德隆欠下的债务黑洞依然触目惊心。

从专业财务分析上可以看出，整个德隆的产业体系脆弱不堪，完全是依靠银行资金堆砌而成的，经营风险极大：第一，资产负债率居高不下，借款依存度过高。2003年年底，与净资产相比，4家公司的借款依存度均大幅超过100%，其中，新疆屯河的借款依存度高达184%。这表明德隆系企业对外部借款的依赖度极大，且主要是用于支持内部结构性资产的短期借款，且到了欲罢不能的地步。第二，德隆系企业的银行借款主要有如下三个用途：借新还旧（包括短期贷款和到期利息）、进行新的扩张（投资）、覆盖新增的应收款和存货，真正用于生产经营部分的贷款很少。第三，所谓短贷长投，自有资金严重不足，以银行短期借款支持长期投资的现象严重，资产结构严重失衡，且有诈骗银行贷款的嫌疑，因为贷款投向与用途不符；德隆的并购完全依赖贷款，并无自有资金或其他机构作担保。第四，在并购驱动下的资产规模扩张虽然带来了销售收入的明显增加，但是盈利能力几乎没有改善，主营业务的偿债能力与其巨额借款相比相差悬殊。从近三年的数据变化情况看，4家上市公司合计净资产增加了54.3%，而长短期借款却上升了75.2%；合计销售收入是2001年年底的3.4倍，而净利润却仅增加了121%。除湘火炬，其余三家上市公司的借款规模达到或超过销售收入规模。也就是说，有的上市公司把当期所有的销售收入都用来还债都不够。第五，短期借款偿付压力巨大。整个德隆集团的营运资金需求保持在37亿元左右，营运资本却经常捉襟见肘（常常为负数）；现金支付能力缺口巨大，且缺口不断扩大（由2001年年底的-37.38亿元扩大到2003年9月底的-51.46亿元）。

另外，几家上市公司和集团还有一个很重大的问题，即大量对外提供资金。德隆集团的其他应收款竟高达 20 亿元，显示出该集团复杂的关联交易资金往来关系，说明除屯河集团及四大上市公司，还有巨额的隐性对外投资和资金运作情况。

第六小节 企业国外投资行为的新闻报道

有关中国企业“走出去”进行投资的报道近年来也是热点领域，这是因为中国大型企业调整了实现企业利润最大化的投资目标，但是风险控制的能力却屡屡成为投资失败的主要原因。

自从十六大提出“走出去”战略之后，中资机构近年来对外投资的热情几乎年年井喷。随着对资源类项目的热衷，澳大利亚逐渐成为中国对外投资的热点国。中国一些有实力的企业收购澳大利亚资产的努力获得银行信贷方式上的鼓励。2008 年以来，随着金融危机一步步深化，“抄底”热情也沸腾到顶点。有数据显示，截至 2011 年 6 月，中国企业 2007—2008 年间在澳大利亚的投资超过 300 亿澳元，为此前一年的 3 倍多。

监管部门于 2006 年出台了《中央企业全面风险管理指引》、《上海证券交易所上市公司内部控制指引》、《深圳证券交易所上市公司内部控制指引》等一系列法规。此外，2006 年 7 月 15 日，企业内部控制标准委员会也在北京正式成立。

2007 年，国务院颁布的《期货交易管理暂行条例》重申，国有及国有控股企业进行境内外期货交易，应当遵循套期保值的原则，严格遵守国资监管机构及其他有关部门关于企业以国有资产进入期货市场的有关规定。国资委于 2011 年 6 月 27 日公布的《中央企业境外国有资产监督管理暂行办法》和《中央企业境外国有产权管理暂行办法》中，首次明确了企业负责人要为海外投资失误负连带责任。原因分析如下。

(1) 银行软约束。中国处于向市场经济转轨的过程中，“软约束”的现象依然存在。

(2) 内部人控制。国有企业的董事会某些实权人的权力过于集中，缺乏制度性的监督程序。

(3) 在利润最大化的驱动之下，正常的“投资行为”或“规避国际汇率风险”保值行为演变为投机性的盈利冲动。

(4) 欠缺国际金融市场的专业操作能力，不了解其市场规律；欠缺风险控制和管理能力。

例如，发生在 2005 年年底震惊世人的国储期铜巨亏事件。当年国家发改委下属国家物资储备调节中心（以下简称“国储调节中心”）进出口处处长 38 岁的刘其兵，于 2003 年 10 月以国储调节中心名义，在期货市场建立大量空头头寸，后遭遇铜价暴涨，致使 2.317 万吨保税铜货款亏损；截至 2005 年下半年，其以结构性期权方式持有的空头头寸又出现巨额亏损。后来法院的一审判决认定，刘其兵于 1999 年 12 月—2005 年 10 月，在担任国家物资储备调节中心进出口处副处长、处长及国家发改委物资储备调节中心处长期间，违反国家对国有单位进行期货交易的相关规定，将该中心资金用于境外非套期保值的期货交易，致使发改委物资储备调节中心损失折合人民币 9.2 亿元，从法律的角度来说，这类事件反映了风险管理、内部控制，以及勤勉义务在衍生品交易中的极端重要性，暴露了公司治理的严重缺陷。

此类事件并不少见。发生在金融危机之际的“中信泰富巨亏”成为中国香港最大的投资亏损经典案例。2008 年 10 月 20 日，中信泰富暂停交易，在港股收市后发布消息称：因澳大利亚铁矿石项目进行的杠杆式外汇买卖合约，中信泰富有限公司（00267.HK）已引致亏损共 8.08 亿港元，而仍在生效的杠杆式外汇合约，按公平价定值的亏损更高达 147 亿港元。截至 2008 年 6 月底中信泰富的净利为 43.8 亿港元，而 2007 年度全年净利润为 108.43 亿港元。中信泰富主席荣智健随即称，公司将协调 15 亿美元的大规模拨备，当年业绩将转为亏损。造成巨亏的直接原因是澳元汇率在金融风暴中贬值，深层次的原因在于公司监控制度不健全。

重点案例分析：国储局伦敦铜期货交易巨亏案^①

案例概述：

2003—2005 年国家发改委下属国家物资储备调节中心进出口处处长刘其兵利用自己的政府身份和国家资源，并利用套期保值的政策制度，在英国伦敦金属交易所进行数月的违规投机运作，将 20 万吨期铜空单抛向了市场，不仅致使国家物资储备调节中心损失 9 亿元人民币，更迫使国储局进行储备铜的现货拍卖，以压低国际铜价并获得些许补偿资金。

新闻调查将从两个路径展开。第一，调查与分析国家物资储备调节中心进出口处处长刘其兵在伦敦金属交易所操作铜期货交易巨额亏损的过程；第二，深入分析造成亏损的原因。

2006 年 6 月 21 日，国家发改委下属国家物资储备调节中心（以下简称“国储调节中心”）进出口处处长刘其兵被公安机关拘捕，2008 年 3 月 20 日，北京第一中级人民法院对刘其兵进行判决，由于刘其兵于 1999 年 12 月—2005 年 10 月，在担任国家物资储备调节中心进出口处副处长、处长及国家发改委物资储备调节中心处长期间，违反国家对国有单位进行期货交易的相关规定，将该中心的资金用于境外非套期保值的期货交易，致使发改委物资储备调节中心损失折合人民币 9.2 亿元。刘其兵一审被判处有期徒刑 7 年。

国家物资储备调节中心，又称为“国储局”，是负责战略物资及大宗商品储备与管理的政府机构。由于国储局是国家机关，不能进行经营活动，因此 1994 年 5—8 月，当时隶属国内贸易部的国家物资储备局出资成立了国储调节中心。该中心属于经费自理的事业单位，全民所有制企业性质，自收自支，自负盈亏，独立核算，自主经营。2004 年 9 月，更名为国家发改委国储调节中心，与国储局一样都是直属发改委的局级单位。据国家发改委 2000 年有关文件规定，国家储备物资交易的收储、所采购物资必须进行实物交割，严禁任何形式的期货投机行为。

^① 《国储期铜案真相》（《财经》杂志）2008 年 4 月 28 日、《国储局期铜风波令世界铜市慌乱》（中国网，2005 年 11 月 22 日，<http://www.china.com.cn/chinese/FI-c/1037546.htm>）、《干预失败被迫交割现货，国储局认输“期铜”？》（人民网，2005 年 12 月 11 日，<http://finance.people.com.cn/GB/1045/3932682.html>）、《铜价影响因素》（和讯期货专题，<http://futures.hexun.com/2012-02-07/137835733.html>）、《国储期铜案暴露国企公司治理严重缺陷》（中国新闻网，2008 年 5 月 11 日，<http://news.sohu.com/20080511/n256782423.shtml>）。

自 2003 年下半年以来，国际铜价快速攀升，持续上涨的时间和上涨幅度均超过以往，世界各大机构纷纷预测在此轮上涨之后，国际铜价将步入下跌时期——如英国商品研究所 2004 年 11 月预测，2005 年全球铜供应将出现十几万吨的过剩；2004 年 11 月中旬举行的伦敦金属交易所（LME）年会上，国际大投资银行也大多预测 2005 年铜价会下调，市场将继续过剩。

但实际情况却是国际铜价的逆市上涨，在 2005 年 11 月更是达到期铜市场百年来的最高纪录，每吨高达 41 466.5 美元。“国储铜”事件正是发生在有关机构预测国际铜价会下跌，但实际却持续上涨的时期。

1) 刘其兵看错国际铜价走势致使巨亏

1995 年，国储调节中心交易员刘其兵被派往伦敦金属交易所实习半年。

国储调节中心向法院提供的《关于国储物资调节中心职能的情况说明》显示，1997 年 7 月，国储局同意国储调节中心在期货市场进行套期保值业务，刘其兵被授权为国储调节中心在伦敦金属交易所开立交易账户的交易下达人。

根据国储调节中心进出口处副处长白靖向法院提供的证词，自 1998 年始，国储调节中心通过伦敦金属交易所进行自营期货业务，并在英国标准银行、AMT、晟恒（Sempra）等期货经纪公司开设了多个期货交易账户，具体工作由刘其兵负责实施。正是自此时，刘其兵成为国储调节中心进行自营期货业务的“核心交易员”。除了在伦敦金属交易所的交易，刘其兵还参与了上海期货交易所的铜期货交易。中粮期货、中钢期货、实友期货都是刘其兵的客户，经常在上海期交所与伦敦金属交易所之间作反向套利，一般每吨有几千元的利润，最高时曾经有过 1 万元的价差。

刘其兵原本看多铜价，但在铜价创出 3 000 美元新高后，他转而认定铜市见顶，于是反手做空。同时，2004 年年初，中国实行紧缩性的宏观调控措施，国内需求大幅下降，国内铜价于秋天开始下滑，10 月间曾连续四度跌停。受此影响，伦敦金属交易所铜价曾一天暴跌 10%。刘其兵认为翻身机会已经到来，持续大手笔以结构性期权方式持有空头头寸。

业内专家分析，刘其兵此时加大空头头寸，可能一方面认定铜市见顶，另一方面很有可能是为了弥补此前期货保证金的缺口。按照铜市期货的“保证金”

交易规则，卖出期权可以收到费用，而期货只要开仓就要交保证金，且随着价格变化还要不断追加保证金。

2005年7—8月，刘其兵陆续建立约8 000手（每手25吨，共20万吨）预期到12月21日交割的空头头寸，通俗地说，刘其兵在赌12月铜价将比当时低，到时，他或者以12月时的价格买入铜合约履行其交易承诺，并赚取其中的差价，或者把相应数量的铜交到伦敦金交所的仓库。

但是，2005年以来，国际期铜价一路高攀，丝毫没有下跌的态势。2005年9月，伦敦金属交易所铜价从3 500美元/吨上攻至3 700美元/吨^①。当年“十一”国庆长假过后，铜价突破4 000美元/吨大关。刘其兵再度失踪。此时，他所建的空头头寸已达到20万吨（合同单上的现货量）。深受原期货空头和结构性期权的双重压力，刘其兵终于不得不“爆仓”。按照后来法庭认定的数据，账面亏损达到了6.06亿美元。

2) 国储铜局被迫在国内拍卖现货铜储以平亏损

2005年11月9日，国家物质储备局（简称国储局）发布的国家储备铜竞价销售公布称，为缓解当前国内铜供应紧张的状况，满足国内消费需求，国储调节中心受国储局委托，于2005年11月16日拍卖2万吨国家储备铜。在此后一个月内，国储局举行了另外3场现货铜拍卖会，每次拍卖2万吨国家储备铜。

最初两次拍卖确实起到了平抑铜价的作用，国内铜价每吨回落了3 000元，伦敦金属交易所铜价也从4 200美元一线回落到4 104美元。但是，拍卖起价一次比一次高。其中，第三场拍卖起价上海、宁波地区为每吨371 400元，但首批100吨的成交价格就达381 200元/吨，拍卖价远高过市场的预期，消息一经传出，沪铜期货和伦敦金属交易所的铜期货价格便快速上扬。2005年12月7日，国储第四次在现货市场上拍卖铜，试图通过扩大供给达到其平抑铜价的目的。但是，由于后两次拍卖的起拍价过高，储备铜的质量差异较大，最后一次拍卖只成交了约20%。最终，铜价又回到了起点甚至更高。国储越是抛售，期铜价格就越涨，完全与其初衷相背离。

^① 1999年5月，伦敦金属交易所3月期铜价最低仅为1 360美元/吨；2004年3月，达到3 057美元/吨；2006年5月，达到8 790美元/吨；2007年年中稍做调整，最低触到5 245美元/吨后反弹，到2008年4月17日达到8 880美元的历史高位。

2005年12月8日，沪铜高开高走，以39 200元/吨开盘，较前一日收盘价（38 720元/吨）跳空了500元。国储在12月和2006年1月的期铜合约上抛了近4万吨空单。据悉，这些空头合约都将会交割，从沪铜交割库传出的信息看，国储已经将4万吨铜运入了仓库。

中国有色金属工业协会再生金属分会副秘书长翟昕于当年11月22日表示，2006年中国将调低废杂铜进口关税，以促进废旧金属回收行业的有序发展，维护有色金属行业的经济安全。这一消息对未来铜价有不小的利空影响，显示出国家已通过关税手段进一步压制铜价。外界猜测国储是想借释出储备铜来平抑铜价，进而影响伦敦期铜的价格。不断走高的国际铜价无疑会给国储局造成巨额亏损，所以国储局不得不通过不断抛售国内现货套现来缓解压力，挽回损失。

与此同时，国储铜案的应对小组分别向伦敦金属交易所设在新加坡和韩国釜山的交割仓库运去了6.628万吨铜，用于交割。同时，应对小组为挽回损失，由国储局提供了13.323万吨电解铜，分别用于境内拍卖和境外交割。这13万多吨铜的账面成本为30亿元，处置完毕后收回人民币54.4亿元；收回的款项扣除账面成本后，实现账面收益折合美元为3.13亿元，加上其他方法，共计挽回损失4.62亿美元。

2007年，中国的铜消费量为462万吨，产量为334万吨，进口精炼铜（等同于电解铜，含量为99.95%）为137万吨。然而，以实物交割加拍卖储备铜价款“挽回损失”，仍只是在账面上挽回损失而已。国储局管理储备铜，需要轮换出库，即将储存一段时间的旧铜在市场上出售，再购入新铜——这批费用可能因为现货交易过多而增加，但增加的费用并未计算在此次国储铜案的损失费9.2亿元人民币中。

但损失并不止于国家的铜储备及相关的资金巨亏，据新闻调查，2006年5月，英国晟恒能源公司（Semptra Energy）法律部负责人称其旗下的晟恒期货（Semptra Commodities）为刘其兵的交易提供了授信额度——这意味着，刘其兵的巨亏中应有一部分体现为对该公司的欠款。晟恒期货专责包括金属在内的大宗商品交易，是伦敦金属交易所的第二大铜经纪商，国储则是其长期客户。当刘其兵空单出现巨亏之后，晟恒及另外多家同样向刘其兵提供授信的经纪公司于2005年11月底联袂赴京，与中国政府有关部门谈判。最终协定是各自承担一半的损失。

其他经纪商最终亦接受了类似的分担方案。这些经纪商包括英国标准银行、英国联合金属公司、英国曼氏金融集团、美国科氏金属公司、美国摩根士丹利公司等。

3) 国储铜案的原因分析及暴露的问题

从法律的角度来说，这类事件反映了中国机构人员不了解国际金融市场规律、专业性低下，以及缺少风险管理意识和方式等内部治理问题。

此次案例的直接原因是操作人员不了解国际金融市场规律、交易水平低下，极其缺少风险意识。国际铜货的供需关系是影响铜价的重要原因，铜是重要的原物料，其需求量与全球经济情况相关。经济景气时，铜需求增加，从而带动铜价上升；经济萧条时，铜需求萎缩，从而促使铜价下跌。因此，投资人可首先观察各项经济指标，如 GDP 增长率及工业生产增长率，同时还关注全球三所最大的铜交易所（伦敦金属交易所、纽约商品交易所和上海期货交易所）的库存等因素作为指标来衡量铜的供需关系，判断铜价涨跌。其次，铜价还与主要产铜国与消耗国的政策有关，如智利和美国分居世界前两大生产国，总合占世界铜产量的 40%，美国的铜集中在西部，亚利桑那州就达全美产量的 65%。美国也是铜的最大消耗国，接着是俄罗斯和日本，这三个国家的消耗量就占全球的 50% 左右，其他的消耗大国还有英国、德国和中国。这些国家有关铜的进出口或关税政策，也会影响国际铜价。最后，金融衍生品，包括基金参与商品期货交易的程度也大幅度提高。从纽约商品交易所（COMEX）公布的铜价与非商业性头寸（普遍被认为是基金的投机头寸）变化来看，铜价的涨跌与基金的头寸之间有非常好的相关性。从近几年尤其是 2005 年以来铜价的走势看，基金是铜价快速大幅上涨背后的巨大动力。此外，原油的价格波动也会对铜价产生影响。原油和铜都是国际重要原物料，它们需求的旺盛与否最能反映经济的好坏，所以，从长期看，就出现了铜价与油价一定程度上的正相关性；但是，如果油价上涨到合理的水平后仍持续飙升，则投资人会转而关心油价的飙升对未来经济发展产生负面影响，甚至导致通货膨胀、经济衰退，这时油价的上扬反而成了铜市场的利空因素。因此，轻原油期货与铜期货也有连带性的波动。

但是，最根本的原因是国储局的内部管理混乱，缺少必要的监督措施。据业内人士介绍，在本次国储局期铜风波之前，国储局对交易员在伦敦金融交

易所的交易有“严格的监控”，严格来讲，“只能买不能卖”，但刘其兵还是把10万~20万吨期铜空单抛向了市场，其间数月之长，但没有受到任何警告或制止。据新闻报道，在此前的2004年上半年，仅有的另一名交易员却被国家储备中心禁止下单资格，直接导致了1年多来只有刘其兵一人有下单权。

国家物资储备调节中心副主任、法人代表吕嘉范于1999年12月—2004年2月，明知国有单位不能进行非套期保值期货交易的规定，仍同意刘其兵进行上述期货交易；后在其离任交接工作时，故意隐瞒相关事实，致使继任人员对刘其兵的行为未能及时发现，并持续至2005年10月。法庭一审判决认定，吕嘉范以国有事业单位人员滥用职权罪，获刑六年。

2006年1月24日，国家发改委在其下属机构——国家物资储备局网站发布了《进一步加强国家物资储备系统投资管理的通知》，强调国储局下属的各级行政、事业单位严禁从事期货交易、买卖股票、外汇、企业债券、各类投资基金和其他金融衍生品或进行金融风险投资和境外投资。对于事业单位使用自有资金进行投资，《通知》规定，必须申请投资项目立项和投资支出预算，严格履行投资申报审批程序。100万元以下项目要报省局批准后报国家局备案；100万元以上项目由省局审核同意后报国家局批准。各省局、办事处不得对外投资办企业，利用资产置换及自有资金投资储备仓库、办公设施等项目一律要报国家局审批。不得先投资后申报、边投资边申报甚至隐瞒不报。

重点案例分析：外汇累计期权合约令中信泰富巨亏^①

案例概述：

自从十六大提出“走出去”战略之后，中资机构随着对资源类项目的热衷，澳大利亚逐渐成为中国对外投资的热点，投资企业获得了银行信贷方式上的鼓励。2008年以来，随着金融危机一步步深化，“抄底”热情也沸腾到顶点。有数据显示，截至2011年6月，中国企业2007—2008年在澳大利亚的投资超过300亿澳元。同时，为了套期保值，不少企业涉足国际金融衍生品市场，投资

^① 《荣智健谢幕，荣氏家族百年背影》（《中国新闻周刊》，2009年4月15日出版）、《荣智健和他的儿女们》（《南方人物周刊》，2009年9月7日出版）、新浪网财经专题《中信泰富外汇合约巨亏》（<http://finance.sina.com.cn/focus/zxtfjka/index.shtml>）、搜狐网专题《炒汇巨亏、丑闻升级》（<http://stock.sohu.com/s2008/citicpacific/>）、和讯网专题《中国多家公司因外汇交易巨亏》（<http://news.hexun.com/2008/zxft/>）、《中铁中铝巨亏》（《中国证券报》，2008年10月23日）等。

外汇来规避汇率变化给企业带来的风险，但不时出现亏损的负面信息。专业人士认为，在国内众多手持外汇或者有外汇需要的企业中，撞上暗礁的并非中信泰富一家。

2008年10月20日，中信泰富暂停交易，在港股收市后发布消息称：因澳大利亚铁矿石项目进行的杠杆式外汇买卖合约，中信泰富有限公司（00267.HK）已引致亏损共8.08亿港元；而仍在生效的杠杆式外汇合约，按公平价定值的亏损更高达147亿港元。21日，中信泰富复牌后大幅下挫，股价跌幅现扩大至近45%，报7.99港元，成交已经近4151万股，而其停牌前一日的交易量也仅为689万股。22日，再度大跌24.7%，收盘价为4.91港元，股价跌至自1991年1月以来的低位，市值再度缩水35.26亿港元——两日来，中信泰富市值损失共计超过210亿港元。

并且，由于卷入延期披露亏损信息，以及公司管理层涉嫌内幕交易等问题，中国香港证监会和港交所正式介入调查中信泰富，董事总经理范鸿龄也宣布休假，以避免因其身兼的多种公职而被疑有利益冲突。除此之外，中信泰富财务董事张立宪未遵守公司对冲风险的政策，进行交易前又未经主席批准；财务总监周志贤未尽其监督职责，将此等不寻常的对冲交易上报提请主席关注，故两人需要为事件负责而辞职。而荣智健36岁的女儿荣明方也遭受调整职务和降薪的处分，此前她担任中信泰富财务部的负责人。

新闻调查可从如下两条路径展开。第一条路径是调查中国香港中资企业中信泰富有限公司在2008年7月因其外汇累计期权合约的国际金融衍生品生意而出现巨额亏损的过程；第二条路径则从国际金融衍生品市场变化、国内金融监管制度、公司内部管理模式、投资者具体投资行为和动机等方面调查分析原因。

与此同时，中国香港证监会及中国香港交易所都已经宣布对中信泰富进行调查。中信泰富主席荣智健已经前往北京总部“搬救兵”。中信泰富主席荣智健随即称，公司将协调15亿美元的大规模拨备，当年业绩将转为亏损。至此，中信泰富巨额亏损已然成为全球金融风暴发生以来中国香港上市公司的最大交易损失。

中信泰富有限公司是在中国香港交易所上市的综合型控股公司（港交所：0267），并为恒生指数成分股之一。中信泰富之最大股东为中国国际信托投资

(中国香港集团)有限公司,是北京中国国际信托投资公司的全资附属公司,成立于1990年,总部位于中国香港金钟的中信大厦,现任主席兼董事总经理为常振明,上任主席为荣智健,董事总经理为范鸿龄。截至2008年6月底中信泰富的净利润为43.8亿港元,而2007年度全年净利润则为108.43亿港元。

中信泰富有限公司(简称“中信泰富”)的业务集中在中国香港及广大的内地市场^①。2006年3月,中信泰富从澳大利亚富豪克莱夫·帕尔默(Clive Palmer)手里买下西澳普雷斯敦(Preston)磁铁矿20亿吨资源量,大约25年的开采权,并有权再获得40亿吨资源量的开采权。据当年媒体报道,中信泰富总经理范鸿龄明确表示,这次收购得到了中央的大力支持:一是派出专家在前期勘探及确认资源量;二是由国家安排国内大型钢铁集团以成本价入股50%;三是融资由内地的金融机构负责;四是在矿山的基建、采矿及运矿方面,都由内地全力协助。原中钢集团副总裁、后任中信泰富执行董事的王攻城指出,中央此举主要鉴于内地铁矿石供应缺乏,加上国际价格持续急升,故希望协助内地企业直接收购有关资源,为内地带来长期稳定的供应。

2006年12月31日,中信宣布以19.1亿美元收购加拿大内森斯能源有限公司,从而获得该公司对哈萨克斯坦卡拉赞巴斯油气田的开采权。2008年年初开始经营特钢业务,而且生意发展迅速,很快成为澳大利亚四大钢铁沙贸易商。

荣智健,1942年出生于上海,中信泰富集团主席,曾经三次荣膺中国首富。其父是著名红色资本家荣毅仁,曾任国家副主席,其爷爷荣德生是中国棉纱大王,百年前,无锡荣宗敬与荣德生两兄弟白手创业,贵为中国面粉和棉纱大王。1986年,荣智健加入中信在中国香港的子公司——中国国际信托投资(中国香港)有限公司(中国香港中信),出任副董事长兼总经理。后来,荣智健又买壳上市,中国香港中信收购上市公司泰富发展,更名为“中信泰富有限公司”。拥有中信泰富18%(3.8亿股)的股权资产是荣智健的财富主体(另82%、17.3亿股由戴一男掌握)。2008年因“澳元巨亏”事件辞去中信泰富集团主席职务。

① 截至2011年,中信集团现已成为具有较大规模的国际化大型跨国企业集团。中信集团目前拥有44家子公司(银行),其中包括设在中国香港、美国、加拿大、澳大利亚等地的子公司;在东京、纽约设立了代表处。融业是公司重点发展的业务,其资产约占公司总资产的81%,主要由商业银行、证券、保险、信托、租赁等金融机构组成。实业在公司总资产中占18%,涉及信息产业、基础设施、能源、房地产等行业和领域。截至2009年年底,中信集团的总资产为21 538亿元;当年净利润为282亿元。

1) 2008 年年初中信开始涉入国际金融衍生品市场

中信过去多年一直集中经营航空、贸易等实业投资，从无经营金融衍生品的炒作与买卖。2006 年 3 月，中信泰富曾斥巨资，分两次从澳大利亚富豪克莱夫·帕尔默（Clive Palmer）手里买下西澳普雷斯敦（Preston）磁铁矿 20 亿吨资源量，大约 25 年的开采权，并有权再获得 40 亿吨资源量的开采权。2008 年年初开始经营特钢业务，不久即成为澳大利亚四大铁钢沙贸易商。中信泰富在澳大利亚有一个名为 SINO-IRON 的铁矿项目，该项目是西澳最大的磁铁矿项目。据有关消息称，这个项目总投资约为 42 亿美元，很多设备和投入都必须以澳元来支付。

由于公司业务对澳大利亚增长较快，公司每年均需买入澳元衍生工具做套期保值，对冲风险，还因此赚过钱，但管理层并无将此作为公司主营业务，同时亦在年报中做了披露。事后，荣智健承认中信泰富直至 2010 年对澳元的需求都很大，整个投资项目的资本开支，除目前的 16 亿澳元之外，在项目进行的 25 年期内，还将在全面营运的每年度投入至少 10 亿澳元，为了减低项目面对的货币风险，因此签订若干杠杆式外汇买卖合约，作用是套期保值。

中信泰富参与外汇衍生工具买卖后，吸引不少银行前来询问并提供资料，两名高层财务董事张立宪和财务总监周志贤因为之前赚过钱，于 2008 年 7 月前后签订大量合约，由于过去数年澳元都处于上升趋势，波幅最多只有几个百分点，加上这些衍生工具合约条文非常复杂，身在外地的荣智健虽知其事，但也未警觉背后的严重性。

短短几个月，中信泰富与包括渣打银行、花旗银行中国香港分行等在内的 13 家国际大银行，一共签下了 24 款外汇期权合约——虽然企业对自己的外汇敞口进行套期保值是一种常见做法，但通函显示，中信泰富的作为并不止于此，它购买的是俗称“累计期权合约”（Accumulator）的结构性产品。这是一种杠杆式外汇买卖合约^①。据了解，中国香港一般拥有很多海外业务的公司，都会签订这类杠杆式外汇买卖合约，由于是保证金交易，这类合约只需少量数额的钱即可做到减低外汇升值风险。

^① 即付出实际交易量的 N% 即可进行 100% 额度的交易；N% 就是保证金比例，如果保证金比例为 1%，那么杠杆就是 100 倍。

2) “止赚不止蚀”的外汇累积期权合约

具体而言，以中信泰富的澳元合约为例，中信泰富须购买总额为 90.5 亿澳元，分月购买，合约期满至 2010 年 10 月。中信泰富涉及的主要是“含敲出障碍（Knock Out）期权及看跌期权的澳元 / 美元累计远期合约”，以及更复杂的“含敲出障碍期权及看跌期权的欧元—澳元 / 美元双外汇累计远期合约”。以 2008 年 7 月 15 日澳元兑美元汇率收盘价 0.979 计算，中信泰富可以用 0.87 的便宜汇率买入澳元，赚取差价；而当澳元兑美元汇率低于 0.87，比如当年 10 月 21 日，澳元兑美元汇率盘中曾报 0.6928，中信泰富仍然必须以 0.87 的高汇率水平，继续向其对家买入澳元。

合约明确指出“止赚不止蚀”——可以明显看出，这种合约的风险和收益是完全不对等的。这些合约对中信泰富向上利润有限，但向下亏损却要加倍而无限：假如澳元高于 0.87 美元 / 澳元，则中信泰富会获得利润，但其总利润被“敲出障碍期权”封顶，最多只能有 4 亿多港元。更可怕的是，一旦每月利润超过一定额度，则交易对手可选择取消合同，导致仅有的利润也化为乌有。但是，一旦澳元低于 0.87 美元 / 澳元，则中信泰富需要加倍以 0.87 美元的高价接澳元仓位，且没有相应敲出条款给亏损封顶。

2008 年 7—9 月，中信泰富做澳元、欧元等货币的“多头”。这起外汇杠杆交易是在澳元突然走高的时候启动的。澳元兑美元汇率从 2000 年以来一直呈单边上行趋势，即使有调整期跌幅也较小，尤其是 2006 年以来，世界资源市场走出一轮牛市行情，澳大利亚凭其主要资源出口国的优势，贸易环境因商品价格长期看涨而大为改善，澳元一度被视为商品货币，汇价几乎有升无跌，至 2008 年 7 月达到顶峰，兑美元的汇率是 1:0.98，几乎成了 1:1，股票也节节攀高。

在中信泰富的外汇合约开始执行的 2008 年 7 月初，澳元对美元价格持续稳定在 0.90 以上，外界一度期待其冲击到与美元平价的地位。直至 8 月，中信泰富一直有钱赚，看上去似乎还是个好买卖，但到 2008 年 9 月中旬，雷曼破产，全球陷入经济衰退的恐慌之中。资源价格急转直下，拖累澳元兑美元汇价跌破 0.87，最低跌至 0.6006，中信泰富亦旋即跌入冰窖。

3) 外汇合约巨亏的市场影响

中信泰富的公告表示,有关外汇合同的签订并没有经过恰当的审批,其潜在风险也没有得到评估,因此已终止了部分合约,剩余的合同主要以澳元为主。管理层表示,会考虑以三种方案处理手头未结清的外汇杠杆合同,包括平仓、重组合约等多种手段。荣智健在发布会上称该事件中集团财务总监没有尽到应尽的职责。他同时宣布,财务董事张立宪及财务总监周志贤已提请辞职,并获董事会接受,而与事件相关的人员将会受到纪律处分。荣智健 36 岁的女儿荣明方也遭受调整职务和降薪的处分,此前她担任中信泰富财务部的负责人。由于这笔合约的期限为 2 年,目前对于交易带来的损失还没有确切的数字统计。荣智健说,如果以目前的汇率市价估计,这次外汇杠杆交易可能带来高达 147 亿港元的损失,但也有分析人士认为,如果未来澳元汇率上升,则这起外汇交易产生的损失有可能减少。

在“汇兑亏损或高达 155 亿元”公之于众后,众多国际投行争相降低中信泰富的评级及目标价:花旗将中信泰富评级下调至卖出,目标价更从 28 港元大幅下调 76% 至 6.66 港元,比现市价仍折价近 17%。虽然中信集团同意为中信泰富协调安排 15 亿美元备用信贷,但对其执行贷款合同的能力没有信心。高盛亦呼吁卖出中信泰富,目标价从 31.5 港元下调至 12.5 港元。摩根大通则将中信泰富评级从增持下调至减持,目标价从 36 港元下调至 10 港元。美林认为中信泰富的风险控制能力令人失望,而且收益能见度因事件降低,因此,美林维持中信泰富“跑输大市”评级。里昂给予中信泰富沽售评级,认为有关外汇合约对其盈利影响将难以完全预测,该行下调其盈利预测 150 亿港元。标普降中信泰富信贷评级,由“BB+”降至“BB”,并列入负面观察名单,反映其财务状况疲弱、财务弹性减弱及内部对复杂交易缺乏监控。穆迪降中信泰富评级至“Ba2”,穆迪表示,中信泰富杠杆式外汇买卖合约录得实际及按市值计价亏损 155 亿港元,结果将导致负债水平大幅上升,削弱其流动性状况,穆迪因而降其评级。野村维持中信泰富减持评级,下调中信泰富 2008—2010 年股盈预测,2009 年股盈由 0.97 港元降至 0.64 港元,2010 年股盈由 1.29 港元降至 0.83 港元。

2008 年 10 月 21 日,中信泰富主席荣智健申报即公布增持 100 万股公司股份,每股平均价为 7.37 元,持股量由 19.12% 增至 19.17%。

中信集团副董事长常振明还成立专门委员会，主持事件善后。中信集团还将协助中信泰富重组澳元杠杆外汇合同。中信泰富又另行组建了一个专门委员会，主持有关澳元杠杆式外汇合同的全部相关事宜。该委员会主席由现任中信泰富非执行董事及中信集团副董事长兼总经理常振明担任。在大股东中信集团一再“支持”下，中信泰富的股价在2008年10月28日到11月14日的6个交易日中累计大涨74.59%，而振幅则达到了92.90%。股价也从3.70港元附近回到了6.70港元附近。

2008年12月24日，中信泰富（00267.HK）发布公告称，中信集团已注资15亿美元，拟订进行的有关认购（及转换）可换股债券及约务更替的交易已经完成。公告称，“交易已于2008年12月24日完成，而在完成时自动转换可换股债券后，中信集团公司的附属公司共获配发及发行1 453 125 000股股份，而中信集团公司已成为中信泰富的大股东，持有中信泰富已发行股本约57.56%的权益。与此同时，中信集团一致行动人士也持有中信泰富已发行股本的70.46%的权益。”也就是说，从12月24日起，中信集团已成为中信泰富的绝对控股股东。同一天，中信泰富与中信集团签订了“约务更替合约”，即以12月23日的澳元兑美元汇价，中信泰富的约务更替合约亏损91.55亿港元。

2009年4月8日，中信泰富发布公告称，两创始人荣智健及范鸿龄辞任主席及董事总经理职位，董事会接纳了上述两位的辞呈。同时，现年52岁的中国中信集团公司副董事长及总经理常振明任公司主席及董事总经理职务。中信集团已成立了风险管理委员会，将保证同类事件不会再次发生。至此，中信泰富的巨亏事件暂告结束。

根据专家的分析，导致中信泰富外汇合约巨亏的直接原因是澳元汇率在金融风暴中贬值，但深层次的原因在于公司监控制度不健全，按照荣智健所言，事前他对交易毫不知情，同时财务董事张立宪未遵守公司对冲风险的政策，进行交易前亦未得到荣的批准。同时，从金融衍生品的购买动机来看，如果目的是为了套期保值对冲风险，则应该购买远期合约，而不应该在2008年7月澳币达到峰值时购买风险如此大的累计期权合约。如果目的是投机赚钱，则当时澳元汇率为0.87已属高位，并且合约预计在未来两年内平均保持在0.87以上的高位才可能赚钱，由此可见此合约的风险很高。

4) 其他类似案例

中国航空油料集团（新加坡）有限公司于 2003 年 3 月 28 日开始投机期权交易。2004 年 1 月初，航油价格迅速上涨，期货交易出现亏损。2004 年 10 月 25 日，国际原油价格飙升至每桶 55.67 美元的历史高点。中航油集团向中航油提供了 1 亿美元的贷款，但也未能帮助中航油免于被交易所强制平仓。2004 年 10 月 26 日—11 月 29 日，中航油已经平仓的石油期货合约累计亏损约 3.9 亿美元，而将要平仓的剩余石油期货合约亏损约 1.6 亿美元。累计亏损 5.5 亿美元，成为当时中国海外公司中最大的一宗丑闻。

2008 年 10 月 23 日，中国中铁公告，截至 2008 年 9 月 30 日，中国中铁 H 股募集资金除已使用 9.07 亿元外，其余折合人民币 172.38 亿元存放在中银香港募集资金专户上，H 股剩余募集资金的净损益折合人民币亏损 19.39 亿元，折合每股 0.09 元。受汇兑损失传闻困扰，2008 年 10 月 22 日，中国铁建和中国中铁（601390）双双跌停。

东方航空 2008 年航油套期保值合约公允价值损失已达 62 亿元。

此外，根据里昂证券于 2008 年 10 月发布的一份研究报告，其根据公开财务信息列举出 27 家涉及金融衍生品或外汇存款的港股上市公司，包括湖南有色（02626.HK）、中国平安（601318）（02318.HK）、上海实业（00363.HK）等内资企业，中国香港李嘉诚的和记黄埔（00013.HK）、郭氏家族的新鸿基地产（00016.HK）、李兆基的恒基地产（00012.HK）、郑裕彤的新世界（000628）发展（00017.HK），以及李泽楷的电讯盈科（00008.HK）都在名单之列。但由于所涉及的金融衍生品或外汇产品各有不同，所以相关投资对上榜公司的盈利影响也不尽相同。截至目前，已经有碧桂园（02007.HK）、华翔微电子（01195.HK）、丽丰控股（01125.HK）、远东发展（00035.HK）等公司分别爆出在衍生品投资方面出现亏损。

5) 企业进行国际金融衍生品投资的动机分析

（1）投资外汇来规避汇率变化给企业带来的风险，欧元、英镑、澳元等高息货币成为企业青睐的产品。但是，由于美国金融危机波及全球，各国利率、汇率同时大幅下降，令那些手中拥有欧元、英镑、澳元等外汇的企业纷纷亏损，引发了一系列爆仓事件。

以澳元最为突出。澳元兑美元汇率 2008 年 7 月创下了 24 年来新高，兑美元的汇率是 1:0.98，几乎成了 1:1。但在触顶后却一路下滑，在全球范围内引爆了一批中信泰富式的“血案”。此外，中国中铁、中国铁建在汇兑方面出现亏损，也是对冲汇率风险所致。中国中铁关于亏损原因的公告是这样描述的：“2008 年上半年，澳元兑美元汇率持续走高，加之公司正在实施的澳大利亚项目需要大量澳元，故公司基于澳元兑美元升值和澳元为高息货币的考虑，通过机构性存款方式累计净做了 15 亿美元左右的结构性存款。”中国铁建公告则表示，该公司希望通过外汇结构性存款的收益来弥补可能的外汇汇兑损失。而其购买产品的标的，可能为澳元和美元汇率。

(2) 控制运输成本。国际油价直接影响航空企业成本。因此，很多航空企业都会通过原油的套期保值来控制成本。目前来看，被爆出在原油套期保值方面出现亏损的中国国航（601111）、东方航空（600115）当时投资原油期货，正是出于控制成本的考虑。2008 年 7 月初国际原油价格在 140 美元之上，而截至 2008 年 9 月 30 日原油价格已经跌至 100 美元，11 月已经接近 60 美元。正是由于国际原油价格的急剧下降，国航持有的油料衍生工具于 2008 年 9 月 30 日的时点公允价值为 -9.61 亿元。国航表示，公允价值将随着原油价格和金融市场的变化及仓位调整情况而变动，若原油价格保持较低水平，则公司的航油现货采购成本也将降低；若原油价格上升，则公允价值负值将相应回转。无独有偶，东航第三季度也因原油价格的变动，导致公司的航油期权出现亏损 2.7 亿元。而 2007 年同期，套期保值使得东航获得收益 2 000 万元。

(3) 规避现货市场价格波动出现的风险。但真正意义上的套期保值在期货上面亏损的同时应该是在现货市场赚的，套期保值是锁定了企业的利润或者成本，而不是为了博取更大的盈利。

(4) 投机。有分析师认为，此次全球金融风暴的部分原因就是一些西方国家滥用衍生产品，而中国目前还极度缺乏对冲避险工具，特别是金融衍生品。业内人士普遍认为，中信泰富的巨亏与全球经济的风云莫测有关，但中信泰富“累计期权合约”（accumulator）涉及金额达到 97 亿澳元，远远超过公司澳洲实业投资所需的 30 亿澳元，有投机嫌疑。一般而言，如果套保的对象不是企业真实需求的产品，套保的方向与企业需求不一致或者套保的规模与企业现货需求不相匹配，则存在投机嫌疑。

相关链接：累计期权合约

累计期权 (Knock Out Discount Accumulator)，是股票（外汇或大宗商品）挂钩票据的衍生产品，入场费一般至少为 100 万美元，故多属富豪玩意，2007 年港股大升时曾炙手可热。它是一种合约衍生产品，属投资银行与高端客户间的场外交易，一般以 1 年为期，客户有权以指定价格向投行购入某股。以行权价 100 元的某企业累股合约为例，当股价每日达 110 元，客户可每日以 100 元买入 1 股，日赚 10 元，相反跌穿 100 元，如每日仅 90 元，客户须以 100 元接双倍货（2 股），日亏 20 元。每张累股票据会附设终止价（Knock Out, KO），假设为 120 元，当升穿该价，合约会即时终止。

累股合约最早兴起于欧洲，它最初主要是为那些希望增持其他公司股份、又不愿引起目标公司股份大幅飙升的公司而设计的公司产品。股价多年的攀升和亚洲固定收益类产品的缺乏增加了人们对包括累股合约在内的众多股票类衍生工具的兴趣。许多人粗略一看也认为这是一笔划算的交易——能够以低于当前市场价的价格购买股票。同时，银行规定只有银行的高端个人理财客户才能获得这一个对特定人群提供的优惠报价。在股价持续飙升的那段时间，累股合约红极一时，很多投资者一直低估了股价可能持续大幅下跌的风险。一旦股价下跌，他们的风险敞口就会达到非常危险的水平。当曾被股票折价所吸引的投资者看到损失不断扩大时，投资者给累股合约取了一个新名称：“我迟点杀死你。”（I kill you later，与累股合约的英文名称 Accumulator 谐音）。

相关链接：套期保值

套期保值是指把期货市场当作转移价格风险的场所，利用期货合约作为将来在现货市场上买卖商品的临时替代物，对其现在买进准备以后售出商品或对将来需要买进商品的价格进行保险的交易活动。套期保值的基本特征：在现货市场和期货市场对同一种类的商品同时进行数量相等但方向相反的买卖活动，即在买进或卖出实货的同时，在期货市场上卖出或买进同等数量的期货，经过一段时间，当价格变动使现货买卖出现盈亏时，可由期货交易上的亏盈得到抵消或弥补。从而在“现货”与“期货”之间、近期和远期之间建立一种对冲机制，以使价格风险降低到最低限度。

套期保值的理论基础：现货和期货市场的走势趋同（在正常市场条件下），由于这两个市场受同一供求关系的影响，所以二者价格同涨同跌；但是由于在这两个市场上操作相反，所以盈亏相反，期货市场的盈利可以弥补现货市场的亏损。

相关链接：对涉外企业投资的相关法规或条例

1992年，国家国有资产管理局根据国家国有资产管理局、财政部、国家外汇管理局联合制订和印发《境外国有资产产权登记管理暂行办法实施细则》和《境外国有资产产权登记表》，对境外企业（含专业银行、保险公司）国有产权的界定、国有资本规模的管理等均做了详细规定，例如，国有机构的资本金总额增减变动超过上次产权登记数额20%的，应在主管单位批准变动之后60日内，向原负责产权登记的国有资产管理部门申办变动产权登记，等等。

1996年，原对外贸易经济合作部制订并印发《外经贸境外企业审计监督暂行规定》，对审计内容、审计程序等做了详细的规定。1999年，中国财政部、外交部、国家外汇管理局、海关总署四部委日前联合发布了《境外国有资产管理暂行办法》，定义“境外国有资产”是指我国企业、事业单位和各级人民政府及政府有关部门的国有资产（含国有法人财产）在境外及港、澳、台地区投资设立的各类企业、非经营性机构（称境外机构）中应属国有的各项资产；指出境外国有资产经营实行政企职责分开、出资者所有权与企业法人财产权分离、政府分级监管、企业自主经营的原则，等等。

但上述几个规定都无充分考虑到套期保值期货等金融产品投资和相关的投机行为。2007年10月出台的《企业国有资产法》，作为国有资产管理体系中最高阶位的上位法，同样是一种典型的实业投资管理模式，仍不适用于金融产品投资，而且也未对套期保值等金融产品投资作出明确规定。

2007年4月国务院发布了《期货交易管理条例》，其主要规范的是境内期货交易，但对于境外中资机构进行期货交易如何监管只字未提。目前可援引的是我国1998年8月国务院发布的《关于进一步整顿和规范期货市场的通知》，规定对确需利用境外期货市场进行套期保值的少数进出口企业，由证监会会同国家经贸委、对外经贸部门等进行严格审核，报国务院批准后，颁发境外期货

业务许可证。同时明确，取得境外期货业务许可证的企业，在境外期货市场只允许进行套期保值，不得进行投机交易——这个通知主要是通过对经营主体资格的限定来规范的。设定准入门槛、持续监管、只能进行套期保值；但这份通知至多只是一份规范性文件，效力太低，其权威的缺失自然导致其未能被严格遵守。

本章小结

本书前五章节从新闻报道专业性的角度阐述了财经新闻的概念、内涵、报道范围、宏观视角、报道方法论以及采访和写作的重要特征与技巧。本章则从专业领域的宏观经济新闻报道、金融市场财经新闻报道、产业经济与公司新闻报道等逐一分析了其专业领域的个性化特点，并详细分析了最近数年的热点主题以及相关的经典案例。

本章节重点分析了 2008—2015 年中国宏观经济新闻的主要报道内容和新闻关注的热点主题，包括宏观调控的方式、主要目标，以及对市场的影响，各级市场和各类市场之间的联动反应。最近数年，宏观新闻报道从关注经济数据开始转向分析某些带有指向性的宏观经济市场现象，这些现象映射着中国改革开放 30 多年来经济形态的转型，同时也预示着中国未来宏观经济的发展趋势，例如“新常态经济”、“克强经济学”、“自由贸易区”、“负面清单”、“去杠杆化”，等等。

中国金融市场报道的重点报道领域有股市、基金、债券、信托、银行业和保险业；此外，地方债务货币化及中国“影子银行”也是报道的重点领域。新一轮刺激、地方政府债务、城投债、信托产品、资金/资产池，等等，将这些链条串起来是否就等于“影子银行”？分析 2008—2013 年的中国宏观政策调控之下的金融系统和非金融系统之间的货币流向，其中涉及地方政府的债务、企业贷款、银行平台业务和表外业务、信托业务、债市、股市等各个环节之间的关系，无不与影子银行产生关联。因此，中国“影子银行”成为新闻报道中的一个重点主题。此外，债券市场和信托市场的“刚性兑付”也是报道的重点领域。

产业经济与公司的财经新闻不仅是财经新闻媒体，也是综合类新闻媒体重

要报道的财经新闻分支领域，也是占篇幅最多的分支领域。其报道目的是反映中国实体经济发展的基本规律和问题。新闻消息、新闻分析和深度报道均有涉及，但报道侧重点依据报道体裁和媒体机构特点而呈现不同的特点，文本写作比较灵活，较之金融新闻报道，故事性和可读性稍强。本章根据公司市场行为特点划分为“产权交易”、“现代公司的内部治理”、“行业竞争的方式”、“规模经济”以及“企业投资行为”五个主要领域，并讲解了经典案例。产权交易是中国企业改革的重点领域，新闻报道主要关注“兼并重组”和“产权公开交易”两种主要模式。有关现代公司的内部治理的新闻报道，其关注的焦点是“内部人控制”、企业内部管理层股权结构以及企业投资类股权结构方式。规模经济也是企业通过外部扩张所获得的发展模式，主要表现为投资式行为，例如“多元化经营”、“兼并重组”或其他类似的方式；也可以看成一种企业内部的经济发展的结果，企业充分利用各种内部资源，发挥其效率，获得规模经济的效益。有关中国企业“走出去”进行投资的报道近年来也是热点领域，这是因为中国大型企业调整了实现企业利润最大化的投资目标，但是风险控制的能力却屡屡成为投资失败的主要原因。

参考文献

- [1] 安雅·谢芙琳, 埃默·贝赛特. 全球化视界: 财经传媒报道. 李良荣, 审译. 上海: 复旦大学出版社, 2004.7.
- [2] 陈力丹. 新闻理论十讲. 上海: 复旦大学出版社, 2008.6.
- [3] 傅殿英, 张峰. 经济与逻辑的对话. 北京: 北京大学出版社, 2006.12.
- [4] 赫伯特·甘斯. 什么在决定新闻. 石琳, 李红涛, 译. 北京: 北京大学出版社, 2009.9.
- [5] 李普曼. 公众舆论. 阎克文, 江红, 译. 上海: 上海人民出版社, 2006 (2007.4 重印).
- [6] 马骏, 李黎明. 为人民看好“钱袋子”. 哈尔滨: 黑龙江人民出版社, 2010.1.
- [7] 宋良荣. 财经报告舞弊识别技巧. 上海: 立信会计出版社, 2010.3.
- [8] 庞瑞峰. 财经新闻道. 广州: 南方日报出版社, 2008.6.
- [9] 向松祚. 张五常经济学. 北京: 朝华出版社, 2005.1.
- [10] 杨保军. 新闻活动论. 北京: 中国人民大学出版社, 2006.
- [11] 艾尔·巴比. 社会调查研究方法. 邱泽奇, 译. 高等教育出版社, 2005.6.
- [12] 郝大海. 社会调查研究方法: 第三版. 中国人民大学出版社, 2015.5.
- [13] 张蓉. 社会调查研究方法. 高等教育出版社, 2005.6.
- [14] 周乃菱. 国际财经新闻报道. 清华大学出版社, 2009.11.
- [15] 艾尔·巴比. 社会研究方法 (第 10 版). 邱泽奇, 译. 北京: 华夏出版社, 2007.
- [16] 盖伊·塔奇曼. 做新闻. 麻争旗, 刘笑盈, 徐扬, 译. 北京: 华夏出版社, 2008.
- [17] 张蓉. 社会调查研究方法. 北京: 高等教育出版社, 2005.

后 记



谷河南岸，鼓瑟齐鸣；惟志与共，赏心相知。

中山大学传播与设计学院（位于中山大学东校区谷河之边）于 2010 年 9 月始设“财经新闻报道”课程，如今已建“财经新闻与经济学基础”和“高级财经新闻报道”，分别面向本科生和研究生。“财经新闻”2010 年始为本科的特色培养方向，积累些许经验后于 2014 年幸与岭南学院合作，2016 年又幸与北京大学汇丰商学院合作培养同名专业硕士。本人不才，数年来担任这两门课程的专业教师。

教学至今迈进第八个学年，数十名本科生和研究生进入财经媒体实习和工作，与商学院联盟使得专业培养抃风舞润，顺利成长，在同行和业界始有薄名浅誉……这一切均得益于胡舒立教授于数年前担任学院院长一职时扎下的专业根基——胡舒立教授和财新团队的资深记者，以及其他诸位财经媒体机构的老师们怀远以德，河润泽及。

英国著名的数学家、哲学家和教育家 Alfred North Whitehead 曾简明扼要地指出教育的问题是如何让学生借助于树木来认识森林。我曾在电视、杂志和报纸担任记者、编辑工作 15 年余，其间一半是做经济新闻记者。我曾是那片“森林”中并不起眼的一棵树，如何才能带领同学们格物而知至，知至而意诚？这的确是一个痛苦的过程，但也是从记者转型到高校教师和研究学者的必经之路。

我选择将教学和教材的写作融为一体捆绑在自己身上，作为这个痛苦旅程

的起点。这门课程采用工商管理学院通用的案例教学方法，为了备课，我撰写了 40 多万字的案例素材，选取自 20 世纪 90 年代末以来数十个经典财经新闻个案，均为震惊中外的大案、要案，或为当下最受关注的焦点财经事件，课堂主要讲授这些案例的“发生过程”、“新闻调查路径”、“事件背景”、“社会影响”和“相关链接”等内容。案例细节精彩，故事引人入胜，授课效果还不错。但是扪心自问，格物未必达到知至的效果。因为这还是在解剖一棵棵的“树木”，并非深入骨髓探得“树理”，更未将这些碎片化的信息提炼为“浩瀚森林”的规律认知。

第二稿推倒重来，改变写作的结构逻辑，不再以案例为核心，而是遵循财经新闻异于一般新闻机制的特点与内在规律，结合经济学和社会学研究方法等相关理论和知识，以财经新闻报道的价值判断、研究与分析、采访突破、分析型写作以及分支专业领域的报道特征等新闻生产流程为“纲”，经典案例则为“目”融入其中，这样铺陈开来，希望能做到“举一纲而万目张，解一卷而众篇明”。

反复修订得第三稿、第四稿，完书时已为第五稿，历时 5 年 2 个月，撰写已近百万字，成稿只有其 1/5。

此书完稿，首先感谢胡舒立教授。在她身边，我学到的不仅是精湛的专业知识、经验和技巧，更兼有改良社会的济世情怀、传承新闻理想的责任担当。她的信任给予我无限勇气，使我在痛苦旅程中仍能砥砺前行。

我还要特别感谢北京大学新闻与传播学院的徐泓教授。2014 年秋季伊始，我受邀去北京大学深圳研究生为该院财经传媒的研究生同学讲授《高级财经新闻报道》，徐泓老师是专业负责人。几乎每堂课，她都在教室旁听。她丰富历练的专业经历，通达智慧的真知灼见令我受益匪浅。当她听说我在写作教材时，给我真诚鼓励还帮我联系了出版社，并为第三稿的结构逻辑提出了许多中肯意见，还为第四稿大样给出了数十处旁批，对理论陈述、知识点提炼提出了富有学理性的问题甚至质疑。一卷在握，时时看得我面红心跳。

所以，这本书稿实际上寄托着胡舒立老师和徐泓老师这两位新闻业界和学界泰斗的循循教导和殷切厚望。

我还要感谢我的学生们，不论中山大学传播与设计学院，还是北京大学深

圳研究生院，是他们以明月入怀之心包容我这位“菜鸟老师”。原谅我在课堂上的忐忑不安，原谅课件中屡屡不断的错别字，为我的授课提出好些建议，在课程评价上写着“the best class！”他们知道我在写教材，工作了的同学甚至还会特意告诉我哪些案例有了新进展……他们谓我“亦师亦友”，我谓他们何尝不是“亦生亦友”呢！？

我还要致谢和致歉电子工业出版社的编辑的耐心与包容。尤其是董亚峰编辑，几易其稿，烦得他们必须在大样基础上重新修订和校对，仍难得善解人意，令我抱愧不已。

写下后记，疲惫至极却又有些恋恋不舍，是因为还觉存有好些不详、不尽、不达之处，总想着再改一改，再改一改……绵薄之力，恐负众望！

见微知著，睹始知终——是为本书之目标，亦为希冀。

2017年6月29日子时